全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE SAGES

Warren Buffett, George Soros, Paul Volcker, and the Maelstrom of Markets

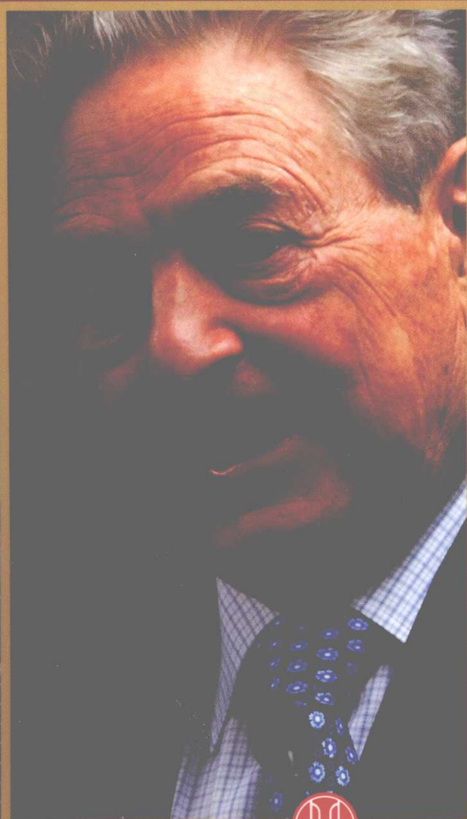
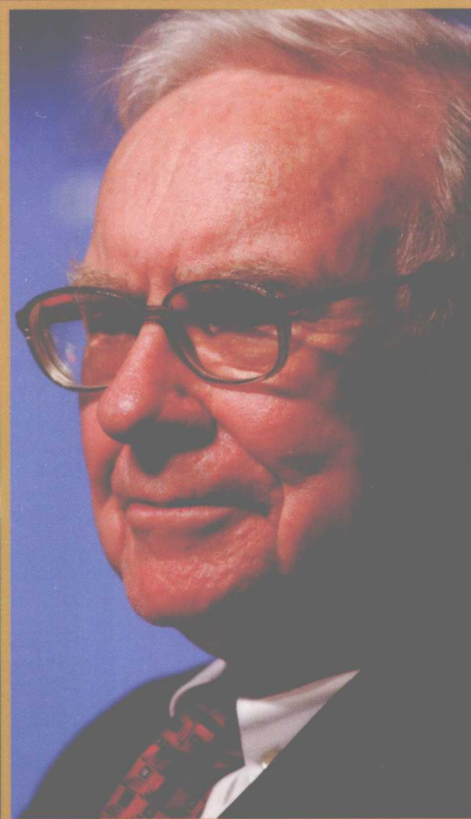
大师教你看大势

巴菲特、索罗斯和沃尔克如何洞穿泡沫经济

[美] 查尔斯·R·莫瑞斯 著
何正云 译

他们如何预测**市场的走势**？ 他们怎样在艰难时期**赚取巨额利润**？

大师的智慧造就动荡中的成功传奇


中信出版社·CHINACITICPRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE SAGES

Warren Buffett, George Soros, Paul Volcker, and the Maelstrom of Markets

大师教你看大势

巴菲特、索罗斯和沃尔克如何洞穿泡沫经济

[美] 查尔斯·R·莫瑞斯 著
何正云 译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

大师教你看大势/(美）莫瑞斯著；何正云译. —北京：中信出版社，2010.2

书名原文：The Sages：Warren Buffett, George Soros, Paul Volcker, and the Maelstrom of Markets

ISBN 978-7-5086-1889-0

Ⅰ.大… Ⅱ.①莫… ②何… Ⅲ.金融投资—经验 Ⅳ.F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 005950 号

The Sages: Warren Buffett, George Soros, Paul Volcker, and the Maelstrom of Markets by Charles Morris

Copyright © 2009 by Charles Morris

Simplified Chinese translation copyright © 2010 by China CITIC Press

Published by arrangement with PublicAffairs, a member of Perseus Books Group

ALL RIGHTS RESERVED

大师教你看大势

DASHI JIAO NI KAN DASHI

著 者：[美] 查尔斯・R・莫瑞斯
译 者：何正云
策划推广：中信出版社（China CITIC Press）
出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013）
（CITIC Publishing Group）
承 印 者：北京通州皇家印刷厂
开 本：787mm×1092mm 1/16　　印 张：11.5　　字 数：126 千字
版 次：2010 年 2 月第 1 版　　印 次：2010 年 2 月第 1 次印刷
京权图字：01-2009-5406
书 号：ISBN 978-7-5086-1889-0/F・1883
定 价：26.00 元

版权所有・侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84264000
服务传真：010-84264033
http: //www.publish.citic.com
E-mail: sales@citicpub.com
author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引 言

美国和整个世界陷入了战后历史上最深入持久的衰退陷阱之中。这种情况本身就是对沃伦·巴菲特（Warren Buffett）、乔治·索罗斯（George Soros）和保罗·沃尔克（Paul Volcker）的职业生涯进行反思的最好理由。巴菲特和索罗斯是整个人类历史长河中最为成功的投资者，他们创造了在黄金时期和艰难时期都能赚钱的纪录。沃尔克是一名监管者，是美国最伟大的公务员之一，在他的整个职业生涯中总是危机不断。而且这三位都具有一个共同点，他们都在很早的时候就已经预见到了这场愈演愈烈的次贷危机。

上面提到的这个情况尤其值得我们大书特书。《华尔街日报》(*The Wall Street Journal*）采用了两项关键的数据——2007 年第四季度至 2008 年第四季度的真实 GDP 增长率和 2008 年年末失业率，就几名主要的经济预测者对 2008 年的经济预测的准确度进行了排名。这次抽样总共选择了 51 名经济学家。实际的上一个第四季度与下一个第四季度的真实 GDP 的差异为 -0.8%。只有高盛（Goldman Sachs）的简·哈特尤斯（Jan

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Hatzius）预测的 -0.4% 把握了大致的方向，而且考虑到误差范围，也可以认为这个预测是准确的。而除他之外的所有其他人都认为会出现实际的正增长，其所做预测的平均值为 2%，其中最高的预测值为令人目眩的 5%。在失业率的预测方面，所有人都给出了远好于实际的 6.9% 的预期。其中最接近真实数据的是 6.2%，而平均的预测值是非常乐观的 5.2%，这当中最乐观的失业率预测值是 4.3%。

在 102 份单独的对失业率和 GDP 的预测中，101 份都错在同一个方向上。需要提请注意的是，做出这个预测的时间是 2007 年年底或者 2008 年年初，这个时候，有关信贷紧缩的报道已经连续好几个月占据了新闻的头条，而且政府正在采取极端的措施来抵消信贷紧缩的影响。这些预测也并不是拍脑袋，每一位经济学家都代表着一家主要的银行或者预测机构，这些机构都在积极地通过展示自身卓越的研究能力和预测的准确率来争取更多的客户，而且所有这些机构都已经在预测模型和经济数据库方面投入了巨资。但是，作为一个群体，他们并没有完全了解即将发生的这些问题的严重性，或者说他们对这个问题的全球影响力的认识甚至都还非常模糊。

然而，这三位白胡子老头儿——沃尔克当时是 81 岁，巴菲特和索罗斯两人都是 78 岁——不仅心知肚明，而且不遗余力地大声疾呼。索罗斯在 20 世纪 90 年代末期开始警告人们小心“超级泡沫”的膨胀。巴菲特在几年之后对过分的金融操纵发出了警告。沃尔克的忧虑一直都是存在的，但是当接替他担任美联储主席的艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）仍然在位的时候，他没有在公开场合就这个问题讲过一句话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表面上看，他们是完全不同的人。巴菲特和索罗斯的投资方式几乎是截然相反的。巴菲特是传统的信奉数据分析的价值发现者。他要做深入的研究，买卖相对来说并不很频繁，而且一般情况下，买入的资产会持有很多年。索罗斯是全球性的捕猎者，他对经济大潮中出现的任何不和谐的波动都有着猫一样的敏感性。他进出市场倒手的速度非常快，而且投资的品种包罗万象——商品、货币、股票、债券，不管任何地方出现机会，人们都会发现他的身影。

沃尔克虽然根本就不是一名职业的投资人，但是他过去30年中在宏观经济领域所做出的成就应该获得最高的赞赏——他手刃了20世纪70年代末期吞噬美国经济的通胀恶魔。20世纪80年代和90年代全球稳定的经济增长是建立在沃尔克征服了通胀后所打下的基础之上的。

但是，他们的共同点超越了表面上的差异。三人都表现出了被罗马人称为“美德”的品质——坚定不移、始终如一、坚持原则。J·P·摩根称之为“特性”。在原则问题上始终如一不同于盲目地墨守成规；相反，它意味着权衡、判断和常识。对于巴菲特和索罗斯来说，他们在投资过程中纪律严明的手段、他们承认错误时的爽快、他们身处狂热环境时表现出来的冷静就是对此很好的证明。对于沃尔克来说，当政府面对一个个可能随时曝出的丑闻需要获得一个果断的决策意见的时候，他作为决策者成为了雷打不动的第一人选。

巴菲特和沃尔克的声望是如此之高，以至于他们只要在当选美国总统的巴拉克·奥巴马阐述自己经济恢复计划的讲台上露露脸，就可以使这个精疲力竭的世界长舒一口气。索罗斯也是奥巴马早期的支持者之一，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且是身居幕后的经济顾问。

在他们的职业生涯中，三个人都亲眼目睹了美国两次作为全球超级大国对世界所施行的统治，以及两次由于对世界事务手伸得太长和对经济的错误管理而有失体面地衰落下来的过程。

1965～1980年间的萧条结束了美国在第二次世界大战后几乎完全控制全世界的局面。这是从19世纪以来美国首次变成了债务国，面临着来自重新焕发了生机的日本和德国的严峻的竞争压力。

沃尔克在治理通胀方面所取得的胜利，防止了美国重蹈过去统治者的覆辙，使其闯过了范围广泛的业务和信息技术转型方面的险滩，一直到1995～2005年间巨大的资产泡沫的破灭。在泡沫生成的年代，大量的财富向中国、印度以及重新崛起的产油国转移，使美国深陷有史以来最大的债务陷阱之中。

一个很明显的情况是，每次危机之后，总会在有关管理国家经济的政策法规方面的专业人士之间出现长达10年之久的几乎是一边倒的情况。在大规模通胀的酝酿阶段，“凯恩斯主义”是无可争议的教条，正像是芝加哥学派的“新古典主义”理论促成了巨大的资产泡沫一样。

能够在如此剧烈的冲突之中生存下来，而且在巴菲特和索罗斯的例子中，他们还从中赚取了巨额的利润，更加强化了人们对这三个人所掌握的秘诀和理论必然性的深深的好奇。他们对市场充满敬畏，但是他们也知道市场在修正这些行为时需要很长的时间。尽管巴菲特和索罗斯的投资风格表面上看截然相反，但是他们核心的假设都是市场经常会出错。巴菲特购买——或者说是投资——那些有价值的企业，对它们的股票价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格的波动几乎没有任何的兴趣。索罗斯嗅出泡沫萌生时的气息，然后驾驭这些泡沫，信心满满地认为他可以在泡沫破灭之前抽身。沃尔克当然是将他生命中的大部分时间花在处理市场出错所引发的后果上面，即处理金本位的解体、失控的通货膨胀、石油美元的崩溃、存贷企业（S&Ls）问题，而现在，作为奥巴马的顾问，他负责处理资产崩溃问题。

具体来说，他们都非常清楚，金融市场与理想化的“市场”理论的关系就像柏拉图的洞穴中的影子对现实的影响一样。金融市场由那些用别人的资金进行投资的人所主宰，通常与那些破坏性的行为产生巨额财富的情况相关。

考虑一下目前的经济周期中让人大跌眼镜的问题。由艾伦·格林斯潘率领的这些金融权威对市场行为结果的万能修正能力坚信不疑，对那些监管金融失误的规则进行了实质性的削弱。现在，还不到 10 年的时间，美国整个的银行业正走在被国有化的道路上，同行的还有保险公司、汽车公司，而且可能还会有越来越多的行业加入。首席执行官们正急匆匆地赶往华盛顿，去申请资金和照顾。政府的经济影响力正稳步增长，尽管其债务呈螺旋上升，而美元正战战兢兢地在深渊的边缘行走。

对于真正信仰自由市场经济理念的人来说，这是人们能够想到的最坏的情况——而正是他们自己一手造成了这样的局面。格林斯潘在国会听证会上承认他从未想到过市场专业人士会如此莽撞，犯下如此不可饶恕的错误的时候，简直是声泪俱下。而且，《华尔街日报》上的各种预测表明，一直到 2008 年为止，主流的经济学家们都还没有弄明白到底出了什么问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近出现的这些历史问题是我们研究巴菲特、索罗斯和沃尔克最充分的理由。20 世纪 70 年代严重的通货膨胀阶段暴露了在信奉凯恩斯主义时显得过于仓促所造成的准备不充分的状况。目前的危机则是在盲目遵从市场教条方面的惨痛教训。现实中的市场和政府的世界是普通大众在似是而非的趋势上，或者，用索罗斯的话说，是在处于一种“根本性的不确定”状态时，采取行动而通常会犯下灾难性错误的世界。这三人的职业生涯是在不确定条件下的成功传奇。

本书包括了三篇涉及面广泛的传记文章，每一个人分别在其中一篇中担纲主角，后面附上了一篇总结性的文章，把他们的历史和他们的感悟在目前危机的大背景下聚拢在一起。传记文章中没有对他们完整真实的生平进行任何的矫饰，而是对他们作为市场参与者和市场影响者从事的“神圣”事业进行了简明扼要的介绍，以翔实的个人资料让人们辨识他们带入这些角色中的那些特质。

我是在过去的那些写作项目之中认识了索罗斯和沃尔克，他们对这一次的计划也十分配合。我认识巴菲特，则碰巧是在一个他已经宣布暂停接受任何采访的时间段内，但是汗牛充栋的材料——有的是他写的，有的是写他的——已经远远超出满足我的要求的程度。在比较长期的对这三位贤哲的学习和对他们的过往的钻研中，我感受最深的一点是事实充分证明了，就算在今天这样一个教条主义的禁锢就像中世纪西班牙的情况一样僵硬的时代，常识、判断、经验以及对自己不了解的问题表现出来的谦恭态度，仍然是通向伟大成功的一条途径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录
CONTENTS

V 引 言

第一章 索罗斯

5 货币的教训
8 打败市场
11 泡沫的含义
13 发现机会
14 帝国循环中的交易
23 “制服英格兰银行的人”
28 成功的投资家
33 慈善家
37 危机中的金融监管
39 给奥巴马政府的建议
43 反对信贷违约互换

第二章 巴菲特

54 天才的投资
62 合伙经营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

68 第一笔10亿美元是最困难的
78 奇妙的复利
84 最困难的时期
89 衰退中的收益
94 年度致辞中的智慧
104 艰难的2008年
106 给美国总统的经济建议

第三章 沃尔克

115 布雷顿森林体系的解体：肯尼迪时代
118 布雷顿森林体系的解体：尼克松时代
122 贬值的美元
125 应对通货膨胀
137 拯救贷款危机
143 潜在的风险
145 离开美联储之后
150 支持变革

第四章 经济、市场与现实

158 危机的根源
164 有毒的信贷
168 更深的裂痕

173 致　谢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

索罗斯

THE SAGES

The Sages

Warren Buffett,
George Soros,
Paul Volcker,
and
the Maelstrom of Markets

货币的教训
打败市场
泡沫的含义
发现机会
帝国循环中的交易
“制服英格兰银行的人”
成功的投资家
慈善家
危机中的金融监管
给奥巴马政府的建议
反对信贷违约互换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论从什么角度看，乔治·索罗斯都是世界上极少数的几个最成功的投资家之一。因为从 1969 年到 2000 年——他从忙碌的基金管理岗位上退下来的时候——索罗斯的量子基金在这 30 余年间给投资者的年平均回报为 31%。1969 年投给索罗斯的 1 万美元到 2000 年的时候应该暴涨到 4 300 万美元，这无论以什么标准看都是令人满意的 30 年成就。

索罗斯是那些自从纳粹兴起以来被迫流离失所到各个西方国家，并使这些国家大获裨益的杰出的匈牙利裔犹太人之一。他的公司里包括了伟大的数学家和计算机先驱约翰·冯·纽曼（John von Neumann），原子物理学家爱德华·泰勒（Edward Teller）和里奥·兹拉尔德（Leo Szilard），像小说家阿瑟·库斯勒（Arthur Koestler）（代表作为《正午的黑暗》）和电影导演迈克尔·科蒂兹（Michael Curtiz）（代表作为《卡萨布兰卡》）这样的文学界人物，以及索罗斯的忘年交，前英特尔首席执行官安德鲁·格鲁夫（Andrew Grove）。

索罗斯于 1930 年出生于布达佩斯一个不算富裕但是很有教养的家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庭。他的父亲迪瓦达是一名律师，在第二次世界大战中以一名奥匈联军军官的身份被苏联人俘虏，在一所战俘营中被关押了很长时间，随后成功策划了一次越狱并辗转回到了匈牙利。尽管他胸无大志，也不善于经营，但迪瓦达还是赢得了索罗斯的崇拜。他弄虚作假的高超技能事实上应该是能够使他们在纳粹占领期间幸免于难的最佳手段。大约 40 万名犹太人被纳粹从匈牙利驱逐，但是迪瓦达则通过大量的贿赂、假身份以及多处藏身之地使他的家人——他的妻子伊丽莎白以及两个儿子，乔治·索罗斯和保罗·索罗斯安全地挨过了战争。对于 14 岁的乔治·索罗斯来说，这段经历非常刺激——他后来回忆说，这就像是电影《夺宝奇兵》（*Raiders of the Lost Ark*）里的情节一样。可以想见，他在后来的金融交易中所表现出来的神话般的冷静得益于年轻时的经历——面对像纳粹这样的威胁时能够化解危险。

在从纳粹撤出至苏维埃占领匈牙利之间的那段真空期，时年 17 岁的乔治·索罗斯决定到伦敦去试试他的运气。他的父亲负担了他的旅费，而一位亲戚给了他额外的一小笔钱。他通过做游泳池服务员、侍者、画家甚至农场工人等各种不同的工作来负担自己的生活，与此同时，他如饥似渴地大量阅读，并且等待着进入伦敦经济学院学习的入学通知。他阅读的兴趣主要集中于哲学领域，大约在 1951 年，他发现了卡尔·波普尔（Karl Popper）所著的《开放社会及其敌人》（*The Open Society and Its Enemies*），并被它深深地吸引。索罗斯后来与波普尔交上了朋友，并且从此以后把他看成了自己形成哲学思想体系的引路人。

波普尔最初是一名物理学家，分析的是像物理现象的意义和本质这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的问题。他的《开放社会及其敌人》一书发表于1945年，是对社会学方法的颠覆性的批判，对社会学怎样被强制去服务极权主义的问题给予了特别的关注。

波普尔相信，由于有客观“真理”这样的事物存在，人类的知识永远都是临时性的。无论多么有用或者是多么长久，任何人为的理念总是面临着新的批判验证的挑战。人类能够心存希望的最好方式是自觉地对科学方法进行批判性的使用，产生对真理永无止境的优化来推进知识体系的进步。

令人吃惊的是，尽管对哲学有着如此浓厚的兴趣，而且智力水平不俗，阅读广泛，但索罗斯当年只是一名不起眼的学生，并且按照他自己的说法，他的数学学得很差。虽然他一度希望成为一名哲学教师，但是他的成绩实在无法让他具备申请助教职位的资格。毕业之后，索罗斯最终在1953年抓住了成为伦敦证券交易所实习生的机会，并成为了一名套利交易员，他的工作是在类似的债券中寻找暂时性的价差。1956年，由于无法忍受伦敦“金融城”企业的沉闷，他移居到了纽约。

他的时机简直堪称完美。当时的欧洲正处于全面恢复的状态之中，六国共同市场的原型正从梦想开始向现实转变，而且大型公司，特别是在德国，正快速地重整在战争期间失去的商业地盘。尽管还是不到30岁的年轻人，但索罗斯是一位天生的世界人，掌握多门语言，而且比大多数美国的经纪人都能够更好地抓住欧洲的投资机会。到1967年，他成为一家大型企业的研究主任，掌握着大量的国际交易商名单，而且对管理资产组合也有很多想法。他的企业对他很支持，而且在用模型组合进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

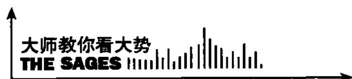
过试验后，他创立了雄鹰基金（Eagle Fund），这是一只共同基金，起始资本为300万美元。这只基金取得了辉煌的成功，因而在1969年，公司又创立了双雄鹰基金（Double Eagle Fund），资本金为400万美元。这是一只对冲基金，几乎没有共同基金经理人所面临的那些限制，索罗斯开始走上了自己的道路。

尽管他的金融事业如日中天，但是索罗斯从来没有放弃他想要成为一名哲学家的梦想。在随后的25年里，统治金融和经济的意识形态在索罗斯看来就像是波普尔在《开放社会及其敌人》一书里所抨击的那种政治模式。由于他具有与生俱来的怀疑主义态度，而这又经过他的波普尔主义思想武器的磨炼，索罗斯形成了一种独有的投资策略，这种策略使他的投资操作完全就像是无神论者在一片满是宗教白痴的沃土上冷静地纵横驰骋。

货币的教训

肯尼迪的成功当政带来了学院派经济学家在经济政策的制定中起主导作用的第一波浪潮。（约翰·梅纳德·凯恩斯在建立战后货币体系的过程中所产生的巨大影响从某种意义上来说是一个特殊的案例。）至少有几位经济学明星在肯尼迪的政策讨论过程中占有重要的位置，他们全部都是“新凯恩斯主义者”，其中有四人来自哈佛大学。他们提出的最主要的斗争诉求是“让这个国家再次转动起来”，或者说是加速经济的增长。肯尼迪自己对经济的把握能力是非常弱的，所以他期望这些经济学家能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



够让这一切都梦想成真。

这次试验似乎取得了令人惊异的巨大成功。《时代》周刊把肯尼迪选为 1965 年的封面“年度人物”，而它的刊首文章则在为“新经济”欢呼。它热情洋溢地说，肯尼迪的经济学家们“熟练地应用凯恩斯的思想，再加上他们自己的几项发明，使这个国家实现了第 5 个年头的持续增长，并且达到了最高的水平，带来了历史上规模最大、持续时间最长而且涉及产业范围最为广泛的繁荣时期”。当然，这是一种假象，20 世纪 70 年代通货膨胀崩溃期间出现的新凯恩斯主义的分崩离析为这个说法做出了最好的诠释。

新凯恩斯主义倒台后留下的思想真空马上被芝加哥大学的米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）及其精神继承者所传授的货币至上的自由市场主义所填补。他们认为，新凯恩斯主义者对于干预行为的偏袒只会对市场自己得到最好结果的自然趋势进行干扰。他们开出的药方是减少或者取消对资本和税收的市场监管，限制政府的规模，将政府的金融角色限定在提供建立在公式管理基础上的稳定的货币增长方面。

与 1965 年的情况非常类似，新的主流学说的出现碰巧遇到了强劲的经济复苏，即 20 世纪 80 年代里根任内的复苏，货币主义者将这些成绩拿来当做他们的理论获得成功的证明。但是，市场的新黄金时代的美梦在 21 世纪世界范围内的信贷紧缩中破灭。这个结果证明，自由市场的思想体系只是一群新的贪婪的金融操纵者采用庞氏骗局在住房和其他高度杠杆化的债务中汲取大量财富的遮羞布。制度和资产的毁坏需要很多年才可能修复。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

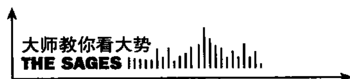
从根本上说，新凯恩斯主义者和货币主义者的差异很小。两者的理念都建立在高度数学模型化的经济概念基础上，而且都假设市场经济的自然状态是一个不断寻找均衡的过程。经济学领域的研究生，无论他们学院的意识形态倾向是什么，都要花费大量的时间来验证具体均衡的存在及其独特性。（新凯恩斯主义者对数学模型的重视严重背离了凯恩斯自己对非定量因素的重视，比如投资者的“动物精神”。）

新凯恩斯主义者比货币主义者更有准备地假定了现实经济中的刚性——来自于特权、工会和违法行为的联合，这通常会阻碍高效均衡的实现。大萧条时代漫长而悲惨的岁月是经济被困在远低于其真实潜力之下的鲜活例子。但是他们相信，他们可以通过一种目标明确的刺激，以减税或者增加支出的方式，很有把握地把经济推向更加理想的状态。正如沃尔特·赫勒（Walter Heller）——很可能是肯尼迪的经济团队里最有影响力的人物——所说，经济管理已经成为了一门“灵活性和微调”的科学。

货币主义其实是一套装饰成货币理论的政府理论。弗里德曼对经济史的研究使他深信通货膨胀是“永恒的，而且到处都存在的货币现象”——如果货币供应的增长快于实际经济活动的增长，价格将会上扬。更进一步，他还确信，每个经济体都有其自然的就业率，主要受制于其技术水平和工人的技能。只要财政刺激尝试使就业率高于这个水平，就会造成通货膨胀。

货币主义者告诉我们，货币的供应是货币存量——只是能够花费的硬币、现钞、支票账户等等乘以其周转率，或者其速率的结果。弗里德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



曼的历史研究表明，周转率是高度稳定的，因此，政府政策本身需要关注的只是货币的存量。如果美联储将其货币存量按照大致的经济增长率进行扩大，价格也将大致保持恒定。最为重要的是，由于弗里德曼对积极的政府表示了憎恶，不难想见，在这种僵硬的货币管理规则下面将很有可能用电脑来代替美联储。（弗里德曼几乎反对任何形式的政府监管，甚至包括对制药行业的安全监管。）

新凯恩斯主义者和货币主义者二者的理念都很快败在了波普尔/索罗斯的可证伪性测试面前。他们之间的现实差异相当微妙，而且经济学的数据无论怎么说，与现实的科学数据的精确性都毫无相似之处。如果有人试图要厘清具体政策的实际效果，其证据总是慢慢地指向统计白噪音的迷雾之中。另外，货币主义实验所获得的教训之一是关于经济干预的某一类海森堡原则（Heisenberg principle）。一旦政策制定者将其监管的注意力集中在某个具体的变量，比如货币存量上，那么这个变量与其他所有的变量之间的实际关系将被改变得面目全非。这是保罗·沃尔克从他自己的惨痛经历中学到的教训，因为他曾在20世纪80年代早期试图采用货币主义的原则。

打败市场

索罗斯作为一名经纪人和研究分析师的实践经验使他确信，正常的市场状态事实上是不均衡的。索罗斯声称，他自己的非均衡假设也像其他所有的经济理论一样是不可证明的。然而，作为一名投资人，他发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种假设远比市场理性的假设更实用，因为它是一个利润机会的更好的指针。他两项早期投资的成功对他的这种思维方式的发展至关重要。

第一项与20世纪60年代下半段出现的集团化运动有关。索罗斯发现，企业并购的狂潮仅仅是利用了投资者通过每股收益（EPS）的趋势对公司进行评级这种做法中的缺陷。从中等规模的A公司入手，设计一个通过举债融资购买B公司的方案，这是一家规模更大，但表现平庸，经营情况不景气的企业，它具有较合理的每股收益，而且市场价格相对较低。将B公司并入A公司，然后让B公司的股票退市，结果将导致合并后的两家公司拥有很高的债务负担，但是股票的基数变得非常小。只要B公司的收益足以抵消新的债务，合并后的两家公司将在每股销售额和每股收益方面表现出巨大的提升。那些不加辨别的投资者随后将会推高合并后的公司的股价，这就有助于并购方融资以进行新的并购。吉姆·林（Jim Ling）就是这个战略的一位早期开拓者，他成功地把一家中等规模的达拉斯电子公司并入一家横行霸道的巨型企业，其下辖几十家公司，横跨从钢铁到航空电子设备、肉类包装以及高尔夫球的多个行业。

商学院对这个骗局的正当性进行了证明，提出了这样的理论，认为企业集团应该获得更高的股票价格，因为它们多元化的业务组合能够带来更平稳的收益。过分强调商学院与真实的商业环境之间的隔阂是一种愚蠢的想法。如果持股人想要收益多元化，他们当然可以很快也很容易地在市场上将他们的股票组合进行多元化。大型的企业集团事实上能够保证较低的股票价格。这些集团的管理很困难，通常由财务营运者进行管理，而且通常债务负担重得不可思议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯明白集团化的游戏其实没有任何的实际意义，但他也意识到了市场专业人士之间存在着强烈的从众心理。“我尊重大众，”他告诉我说，不是因为他们是正确的，而是因为“他们就像大海”。换句话说，甚至连最愚蠢的想法也能获得投资，前提是它能够抓住市场的想象力。因此，索罗斯大量投资于企业集团，跟随着股价的曲线，一直到他感觉快要见顶的时候才住手。随后他心满意足地收获他的战利品，并且转换到看空的一方，在股市下行的时候享受第二波收获的巨大喜悦。

随着企业集团繁荣的崩溃，他看到了第二波的繁荣开始在房地产投资信托（或者称 REIT）中形成。REIT 的快速增长与大多数的泡沫一样，拥有其现实的基础——除了其他的种种因素之外，人口从美国东北部和中西部的老制造业中心向“阳光地带”各州的转移将预示着建筑和开发的繁荣。

但是索罗斯也估计到 REIT 融资结构将促成高估值的情况出现。他在 1970 年的一份分发范围很广的研究报告中提出了这样的计算方法。假设一份 REIT 的账面价值是每股 10 美元，投资回报为 12%。由于这个产品深受市场追捧，它以每股 20 美元的价格另外融资 1 000 万美元。假设它仍然获得 12% 的投资回报，总的账面价值现在是 2 000 万美元，每股价值从 10 美元攀升至 13.33 美元，每股收益从 1.2 美元提高到 1.6 美元——尽管资本收益没有变化。这很像是集团化泡沫出现时的情况，索罗斯预测只要房地产市场处于泡沫之中，REIT 就会有良好的表现，一直到 REIT 投资过剩，或者其他情况出现的逆转击破了泡沫。

对于像索罗斯这样敏锐的投资者，REIT 是近乎完美的——一个处于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相对“静止的非均衡”状态中的泡沫，一个可能存在很长时间的泡沫。因此，他能够享受一段长期攀升的曲线，拥有大量的时间来等待泡沫破灭时刻的到来，随后又可以享受长时间的跌落。与他在集团化繁荣中的做法一样，他在 REIT 浪潮早期的时候大量投资，在接近市场高点的时候收获了他的利润，然后退出来等了几年，一直等到这个产业开始垂死挣扎。这时，他开始卖空，“几乎是闭着眼睛做”，顺着崩溃的路线一路下来，收获的利润至少与上涨的时候一样多。

“泡沫就像是树，”他告诉我，“它们长大成熟、获得美丽的形状需要时间。但是泡沫只是市场众多因素中的一个。在森林中，一棵树几乎从来没有展现过它自然的形状，因为它被如此众多的其他树木给包围了。”他将 REIT 归入稀有但是具有极高价值的泡沫种类中，它们一直朝着它们形成“美丽”形状的方向衍化。

泡沫的含义

出于本能，索罗斯相信，把市场看成是高度理性的最优化机器的看法是错误的，但是他努力想搞清楚为什么错，以便让本能具有哲学意义。最后他认识到，关键在于自反性的概念，从此之后，这个认识在他的思维中扮演了相当关键的角色。他推断，永远也不会有一门有关人类行为的硬科学出现，因为我们与其他的人总是不期然地互动着——我们的行为是自反的，是无法预知的多重的双向互动的产物，不存在任何符合物理学定律的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，金融市场在硬科学的世界和自反的人类世界之间占据着一个模糊的位置。在某一段确定的时间内，市场常常会出现由像定理一样的统计规则进行支配的情况，这种情况让那些热衷于经济模型的人很痴迷。但是，那些规则在遇到困难的时候会急剧瓦解，原因是人类的期望和实际市场行为之间存在着自反的，或者是双向的互动。正是大众对 REIT 的看涨心态促使 REIT 的价格进入泡沫破灭阶段——或者用索罗斯的专用术语来说，是“繁荣并破灭”——是每一轮的股价上涨助推了人们对更高价格的期望，使之通过一种自我放大的螺旋式上升方式节节攀升，直到泡沫最终忽然破裂。然后，在下行的过程中又是完全相反的现象，同时它也造成了这个方向上的过度恐慌。

当自反性即将开始占主导地位的时候，索罗斯推断，动荡不安的市场对于泡沫形成的反应变得成熟了。尽管我们或许可以把自反性看成是泡沫形成的必要条件之一，但是光有这点还是远远不够的。“繁荣并破灭”的周期几乎总是涉及信贷问题，而且没有对信贷的基础性误读，它也不可能持续下去。贷方误判借方的信用情况，或者类似房产这样的资产的未来价值。随着他们不断增加他们的放贷金额，资产价格确实在上涨，这证实了他们原本做出的判断，因而他们甚至变本加厉地增加他们的放贷金额，他们的成功又吸引了更多的贷方进入这个市场，直到一个完整的“繁荣并破灭”周期完成。

他说，人们随时随地都在制造着泡沫，但是大多数泡沫在出现爆发的势头之前就被消灭了。在他的整个投资生涯之中，他猜测只有“十分之六”的泡沫能够形成气候，加上一个他认为自从第二次世界大战结束

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以来就已经在酝酿的信贷和债务方面全面的“超级泡沫”。

自反性以及泡沫的频率，加上它们能够发展到爆炸规模的事实，暴露了芝加哥学派关于“有效”自我调节的市场教条的愚昧。“总体来说，”索罗斯说，“如果市场能够如此有效率，那它们为什么总是要分崩离析呢?”其实他还可以补充说：“要是它们真是这样的话，那我怎么还可能赚到这么多的钱呢?”

发现机会

对于索罗斯来说，自反性与其说是战略的指引，还不如说是一根发现机会的探矿杖。在市场参与者与政府监管者互动的地带存在着一个自反性的富矿层。正如索罗斯所说的：“金融管理当局和金融市场之间的关系是一个正在发生的自反过程。双方都在知识体系存在缺陷的情况下行动，而且双方都受制于现实和对现实的认识不对称的情况。这是一种特性。因此，市场与监管机构之间的相互影响是我过去真正关注的焦点。”

20 世纪 70 年代的经济大崩溃给像索罗斯这样的投资者提供了极好的机会，他的量子基金的收益直线上扬。关键的一个成果来自于信贷泡沫，对此，他在一份写于 1972 年的备忘录——“银行业务增长案”中精明地进行了预测。由花旗银行（当时为第一国民城市银行）领头，银行业首次试图推高它们的股价，主要是为了给新的产品和市场扩张进行融资，同时支持其杠杆作用的稳步提升。这在索罗斯理论的典型案例中，最终形成了一次经典的结束于 1982 年墨西哥债务危机的“繁荣并破灭”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期。从一个更加广泛的范围来看，索罗斯只是将这一时期看成是一个60年信贷超级泡沫的一小段，这个超级泡沫随着2008年和2009年强烈的信贷释放可能会最终画上一个句号。

然而，为了解释索罗斯投资机制的特殊之处，我将总结两起有大量文献证实的事件，它们很好地体现了他对待市场的方法中的那种非凡的广度和深度。第一件来自于他自己保存的20世纪80年代15个月的投资日记，当时他正在打造他最得意的杰作，《金融炼金术》（*The Alchemy of Finance*，1987年出版）；第二件是著名的1992年插曲，当时他几乎是单枪匹马，在迫使英镑贬值的战役中赢得了十位数的利润。

帝国循环中的交易

这份投资日记的时间跨度为1985年8月到1986年10月，索罗斯将那段时间里根的统治称为“帝国循环”。在失控的通货膨胀于1982年硬着陆后，经济进入了一个特别快速的增长阶段，对于这种情况，大多数经济学家认为存在着高度的不稳定性。索罗斯在日记开始也持有非常类似的观点，但是他在随后的几个月里出现了相当大程度的改变。他认为20世纪80年代中期的经济增长处于高度自反的状态，因为其成果与国际上对里根的领导能力的正面印象以及美国政治和经济实力的急剧恢复紧密相关。

20世纪80年代的后通胀经济是强劲增长与强势美元异乎寻常的完美组合，但是却伴随着巨额的贸易和预算赤字。按照传统的看法，这是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不可持续的——强势货币不可能与巨额赤字共存。但是这个循环被美国的高利率给打破了。高利率从海外吸入了资本，因此，外国人为美国的贸易赤字买了单。与此同时，高利率对美国国内造成的通货紧缩后果又被巨额的预算赤字所抵消。因此，美元的高利率在将毁灭性的负担压在像巴西和墨西哥这样的发展中国家身上的同时，却帮助美国人用他们自己根本不存在的钱活得相当潇洒快活。这就是帝国循环。

但是，市场的担心形成了市场趋势的基础。美国金融市场同时出现的繁荣主要与公司并购相关，索罗斯称之为“并购狂热”。其后果是，投资资本从工厂和用于生产的设施中被抽走，流向了金融机构。这在短期看是非常好的事情，因为金融流动性的增加抵消了高利率的影响，并支持了消费的增长。但是它同时也预示了从生产可交易商品向单纯的金融驱动型经济转变的风险。

从日记里体现的索罗斯的投资风格是令人惊异的，特别是当这种情况发生在他仍然或多或少亲自管理资金的时期更是如此。他的投资方向变动得非常快，而且金额非常大，他在后来写道，他的做法就完全像是量子基金是他自己的钱一样，他补充说：“在很大程度上确实是这样。”由于他是唯一的投资管理人，他把这看成是一个统一的平台，而不是独立的股权、固定的收益以及货币业务。重大的决策通常需要调整整个基金。索罗斯得心应手地应用杠杆（借来的资金），但是仅限于能够灵活地调整来适应符合他当时世界观的经验法则之时。他通常在指标股中采取大进大出的方式，但是之后会在具体的行业进行重新布局。他的投资领域显而易见，总是全球化的；在 20 世纪 80 年代，他一般都会将美国、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德国和日本看做工业化国家的代表。他的看法总是从全局的角度出发，所以，对德国证券进行的一项决策，会很典型地与他手上持有的美国和日本证券有牵连。他进行选择时所采用的手段是机会主义式的——他会采用任何能够最有效达到目的的方法。因此，在这一段时间里，他投资于这三个主要国家，而且通常还有其他国家的股票、债券、货币和商品，投资既有长线的，也有短线的。他的套利通常会涉及非常远的距离，所以，他可能会用日本的空头来对冲美国债券的多头——换句话说，他寻找大致的方向性的套利，而不是那种精确地计算出来的对冲。

他的每次投资总是会拥有一个基础性的理论——虽然他对这些理论的认识通常可能都是错误的。然而，要是他不能从理论上描述出影响市场的各种因素，他就袖手旁观。由于他的投资模式，即自反性、泡沫等诸如此类的概念是不变的，他的投资假设几乎可以随时随着他的方向而改变。他对政治面的变化有着敏感的意识——在 20 世纪 80 年代，他一直试图预测国际美元稳定协定达成的机会、美苏缓和方向上可能出现的任何发展，或者美国国会是否会控制预算赤字，等等。

最终，日记的基调压抑到了极端的程度——无休无止地责骂自己，详尽地叙述所犯的错误和所选错的方向、明显错失的偏离点清单、一个接一个的愚蠢举动。但是当透过这些文字，将一笔一笔的投资累加起来后，你会发现他已经赢取了巨额的利润。

索罗斯在日记的开篇简单地评估了投资的大气候。他很欢迎詹姆斯·贝克（James Baker）出任新的财政部长，因为此人看起来似乎能够理解帝国循环的危险。有迹象表明詹姆斯·贝克正准备描绘“软着陆”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的场景，这可能会包括美元有序地贬值、美国出口反弹和出现更加平衡的经济增长。另外可能出现的则是“灾难性场景”，即美元没有能够保持更长一段时间的强势，却突然出现直线下挫的情况。索罗斯担心，严重的衰退可能促使美联储注入流动性，从而失去对通货膨胀的控制能力。

虽然并不是非常确定，但是他期待信贷紧缩的到来。股票市场和住房市场二者都在走弱，银行陷入了严重的危机中，货币正被推高，接近其上限。而从正面看，预算赤字正随利率一起开始下降，银行正慢慢改善着自己的资产负债表。这种情况下该怎么办?

他决定把宝压在衰退上。他在货币上采取了“满仓”的做法，卖空美元并买入德国马克，而且他看空美国债券，因为他认为下跌的美元将迫使美国长期利率上扬。（当利率上升时债券价格下降。）他看多日元，但是并不对它抱有兴趣，因为日本为了保持对美国的贸易顺差而明显地在操纵自己的货币。他在石油上进一步提高了他已经大量做空的规模，因为石油卡特尔已经出现瓦解的迹象，他认为沙特阿拉伯会通过价格战来再次强化它的控制地位。衰退将使这些压力日益沉重。

大约3周之后，他得出结论，他过去的认识几乎全错了，唯一幸运的是投在石油上的赌注。由于经济报告令人吃惊地好，美元出现上涨，索罗斯虽然不相信这些数据，但是没有准备进行任何反击。债券也同时上涨，但是很快就跌下来了。随后，他通过错误的交易来调整他的这些错误。他就在债券下跌的前夜平掉了债券的空头，但是由于货币也下跌，因此他仍然在货币上保持他的多头位置。他决定在自己有更清醒的认识之前不去与市场作对。他胆战心惊地坚持在市场上看多，尽管他认为锯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

齿形的贸易模式将会考验他的决心。

几乎3周之后，他被“五人集团”——美国、德国、法国、英国以及日本的财政部长和中央银行行长惊心动魄地救上岸来。在纽约广场饭店（Plaza Hotel）举行的一次紧急会议上，他们同意从自由浮动汇率转向在预先设定的范围内进行“调控”的浮动汇率体系。这样做的目的是使美元贬值，因此迎合了索罗斯全部的货币赌局，这些赌局他仍然在“死撑着”。他持有的德国马克让他大赚了一笔，而且因为他马上就意识到日元也将升值，他大量沽空日元，在日元上也大赚特赚了一笔。但是，烦恼的球几乎马上就又被踢回来了，他对美国的银行更加担心，石油空头亏损（海外地区出现动荡），做多美国股市的投资也出现亏损。

索罗斯平掉了他的石油空头合约，但是还是观望了几周。然后在10月底他开始减仓美元空单，并且开始买入美元。索罗斯是一位特别活跃的交易者。他并没有改变不看好美元的观点，但是他认为会出现短暂的技术性市场反转的情况，并想利用这个机会。他错了，日本宣布了以非常惊人的幅度提高利率的决定，这促发了卖出美元而青睐日元的市场行为。但是他在得克萨斯和加利福尼亚银行的空头地位看起来是成功的对冲。总体来说，他做得非常不错。从1985年8月中旬算起，基金市值增加了1亿美元，10周内达到了17%的盈利。

11月相对平静。索罗斯重新建起了他的货币头寸，并做多股票和债券，掌控他在每个市场坐失的拐点。但是当他拿出那些数据的时候，你会发现他其实一直都做得非常好。这说明当索罗斯抱怨错失一个市场机遇的时候，他想说的意思是他没有能够在市场反转前开始行动。尽管他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有预见到拐点什么时候出现，但是他的反应是如此迅速，而且调动的资金规模是如此惊人，使他抓住了每个方向上的利润，他之所以咬牙切齿，仅仅是因为这些利润应该还可以更多。

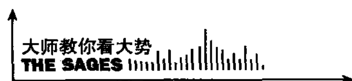
在 1985 年 12 月，索罗斯在他的投资生涯中停下来喘了口气，更新他的市场观念，这一点特别表现出了他的敏锐。现在他看到了从帝国循环中优雅转身的更大的机会，主要的原因是明智的政策变化——“广场协议”要让美元贬值，强硬的议会“格拉姆—拉德曼”赤字限制可能出台，以及国际社会开始走向和解。他也正确地预见到了政府会从财政（支出）刺激转向货币刺激——事实上，这种转变成为了贯穿美联储新任主席艾伦·格林斯潘主政 12 年的标准政策。

尽管并购交易中的贷款出现高潮，但索罗斯相信信贷事实上会走向紧缩。他认为，融资并购造成了经济萧条。垃圾债券的盈利趋向于拖累利率，与此同时，企业的现金流被吸入债务的偿还方面，而不是实体经济方面的投资，这也阻碍了生产力的提高。

他理想中的情况是不断攀升的股票价格将会抑制并购浪潮，使投资转回到实体资产上，消费者将开始增加储蓄，而美国的国际收支不平衡的情况也将得以缓解。但是他看到了大量的障碍——住房和消费信贷越来越宽松，银行里仍然充斥着大量的国际坏账，即将到来的石油价格崩溃将会造成巨大的破坏。

抱着有意嘲讽的心态，他将很有可能出现的糟糕结果中的一种称为“资本主义黄金时代”的回归，在这里，他所指的是 19 世纪那种张牙舞爪的资本主义。他担心，如果政府放弃对美元贬值的监管和对金融方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过分行为的限制方面的努力，这种情况可能真的会出现。这会使那些想保持帝国循环的势力得以增强，并且允许失衡的情况继续出现。“没有任何限制的自由企业在过去已经造成了可怕的结果。”他写道，“我们要再次重复同样的经历吗？希望不是……自由市场体系的致命裂缝是其与生俱来的不稳定性。”

如果帝国循环不再持续，那么，他认为在短期内有可能出现“一生中最大的牛市”。尽管他认为长期保持现状的长远后果十分可怕，但是他将让自己处于可获取最大利润的最佳位置上。在 12 月中旬，基金现值达到了 8.9 亿美元，从日记开始记录时的 8 月算起，获利 37%，如果算整个 1985 年，则达到了 80%。

这本日记一直记到了 1986 年 10 月。他的交易模式都大同小异——他保持着完整的投资理念，但是仍然为紧跟市场的微小调整而快速地频繁进出。短期的变动通常并不成功，但是由于他在把握市场宏观面时大方向是正确的，因此他总体的成果继续保持着可观的态势。

比如，他于 1986 年 1 月在大部分的投资工具中都开了多头账户，按照他的“一生中最大的牛市”的假设进行操作，随即又认为他的投资已经过度杠杆化，并决定急剧地收缩——这正好错过了一波较大的市场升浪，使他又产生了深深的自责。当然，他并没有真的错过这次拐点；这只是说如果他采用风险更高的配置，他赚得应该会更多。

这里有了 4 月的一次价值无法估量的记录：

在最后两天的市场逆转中，我也是这样做的。在周一，石油价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格急剧回升，债券、股票和货币全部被清仓；在周二，所有的这些市场全部都自己反转过来。周一的调仓在所有战线上都使我受伤不轻。我发现了我的投资组合对石油价格有多么敏感；我也发现里面的杠杆作用远超过我自己想象到的程度。我忽视了我的（德国马克/英镑）交叉配置，这使我遭到很严重的报复。进行量化的结果是，从这次修正后的攻击中，我失掉了整整1亿美元。

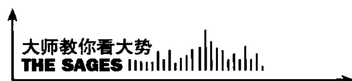
这听起来是灾难性的。然而，当他在次月合并计算他的账户后，基金现值已经接近14亿美元，每股收益从日记开始记录时算起超过了110%，从年初算起为45%。他后来解释说，秘密在于股权配置的巨大收益，这些股权涉及芬兰股票、日本铁路和房地产，以及香港的房地产，这些都“太专业”，根本无法讨论细节。

1986年的7月和8月，形势非常严峻。他的组合依然按“一生中最大的牛市”的假设进行配置，但是一场潜在的由石油价格的全面崩盘所引发的螺旋式的通货紧缩让他非常担心。他解释说：“作为一个普遍的原则，我不会拆分建立在仍然有效的论断上的配置；相反，我会在建立新的论断的基础上进行反向的额外配置。这个结果是一个非常脆弱的平衡，需要分分秒秒都进行调整。”

几天之内，他构建了日本和美国股票以及债券的复杂“大厦”，这给了他最大的灵活性。但是他依然抱怨说他在重新配置时行动得太晚，而且“我的心态每时每刻都在变化。我必须更加积极和敏捷”。

8月底，他开始放松了。他重新平衡的战略运作得非常顺利，而且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



此刻他开始出于安全考虑，着手降低资产的风险程度，有意识地通过这种做法承受一些损失。总体来说，他的做法一直都是大手笔。基金的现值达到了 16 亿美元；从上一年 8 月到当年 8 月，每股收益为 142%。

但是市场是不留情面的，对索罗斯也没有什么例外。8 月是整个日记记录期间的最高点。在 9 月，他没有能够在一场险恶的市场突变中幸免，他沮丧地记录道：“（这）是一次与 7 月/8 月完全相反的突变情况，上一次我成功逃脱了。从某种意义上来说，我被这次突变蒙骗了。对冲它让我精疲力竭，当更为严峻的变化到来的时候，我坐失了良机。”

这些损失是实实在在的，仅仅在几天的时间内损失的价值就超过了 1 亿美元。在日记中所记录的整个 1986 年 10 月剩下的时间里，他故意表现得不很积极。他赌德国—美国经济协定即将签署，并决定增加他的头寸，因为他认为这个协定无论如何都会顺利地达成，然而他失手了。他到中国进行了一次长时间的旅行，但是当他的日本股权和房地产投资出现严重的贬值时，他不得不缩短了行程。他正确地意识到日本可能处于一次长期衰退的边缘，而且哀叹自己怎么没有早点看出端倪。

另外，在 10 月还有一条预见性的记录，他担心出现交易程序和投资组合保险的问题，这正是一年后股票市场“黑色星期一”发生的主要因素。在日记最后的记录中，他的基金现值刚好达到 15 亿美元，自 15 个月前的 1985 年 8 月，即日记开始记录之日算起，每股价值增长 112%。

1992 年有关英镑的故事更加直截了当，成为索罗斯几近完美的大冒险的辉煌案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

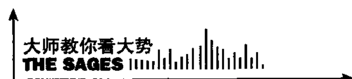
“制服英格兰银行的人”

在索罗斯的眼里，货币体系是自反性的富矿，原因是它们随商人和政府之间认知的竞赛而不断演变。在今天这种高度一体化的市场中，大多数的政府都试图控制它们的汇率，以防止所交易商品的价格出现毁灭性的波动。但是，汇率一旦被固定，自然就成为投机者的靶子，他们永远都在试探政府决心的底线。

从根本上说，合理的汇率由该国经济状况决定。只要一国的经济有实质性的增长和温和的通胀记录，并保持足够的储备，外国投资者就会倾向于持有该国的货币，但是如果经济政策偏离轨道，他们就会要求用储备货币进行支付，通常是美元、欧元和日元。在某些时点上，交易商会在出现贬值预期的时候开始卖出货币期货合约。如果交易者用美元承诺从现在算起一个月后交割固定金额的卢布，而卢布的美元价值在此期间下跌，他们就会获得大量的利润。

英国在1990年选择加入了欧洲汇率机制（European Rate Mechanism，简称ERM）。作为迈向共同市场国家货币联盟进程的一部分，ERM自1979年起开始启动，目的是减少汇率争议。成员国同意将其货币维持在其他各方同意的以其初始汇率为基础+/-2.25%的范围内浮动。在实际的操作中，由于德国的通货膨胀率最低，而外汇储备最多，所有参与这个机制的国家都将自己的货币用德国马克固定。各成员国也都默认，如果它们的货币接近限制范围的底线，它们将提高利率或者抑制通胀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



20 世纪 90 年代初 ERM 出现的紧张局面可以从柏林墙倒下之后的德国统一中看出端倪。为了减轻统一对东德的伤害，尽管东德的生产力很低，西德还是选择将东德的名义工资和收入与西德马克挂钩。结果是巨大的而且是糟糕的低估，从西德转移到东德的收入，估计占西德 GDP 的 4% ~5%，超过东德 GDP 的三分之一。由于德国的政治家们不敢按这个数据增税，他们只好通过借款来支付补贴。为了抵消如此巨大的刺激可能带来的通货膨胀影响，德国中央银行的领导人赫尔穆特·施莱辛格（Helmut Schlesinger）提出了大幅度提高利率的计划。其余的 ERM 国家中，尽管大多数国家已经滑入衰退的泥沼之中，但是它们别无选择，只能跟进。一名英国议员说，ERM 这三个字母代表的是“永远衰退的机器”（eternal recession machine）。

到 1992 年夏，随着汇率危机的进一步深化，那些针对 ERM 货币的投机，本质上是对政府为了履行货币协议规定的义务，愿意在多大程度上容忍失业所进行的赌博。投机商首先瞄准的是意大利，当意大利货币在 9 月 13 日贬值 7% 的时候，他们取得了巨大的胜利。

随即，枪口转向了英国。整个夏天，英镑都在遭受着巨大的压力，其兑美元下跌了超过 4%。但是，保守党首相约翰·梅杰（John Major）决定死守。财政部在 9 月初借入了 143 亿美元的德国马克，在外汇市场上大张旗鼓地大量买入英镑。德国政府做出了表示团结的微弱姿态，在 9 月 15 日将其银行利率调低了很可笑的 25 个基点，至 9.5%。如此苍白无力的行动，伴随着施莱辛格强调通胀危险的声明，只能是让投机者深受鼓舞。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9 月 16 日——在英国被称为“黑色星期三”——英格兰银行将自己的贴现利率从 10% 提高到了 12%，并且承诺必要时会提高到 15%。由于公众已经被英国的严重衰退所激怒，人们对此并不买账。一波全球范围的英镑抛售冲破了英国的防线。英国在 ERM 的成员资格被“暂停”，英镑快速贬值大约 10%。从这一点上说，ERM 实际上形同虚设。

索罗斯在这次对英镑的攻击中所起的核心作用一直到 10 月末才曝光。攻击英镑最开始的想法来自于斯坦利·德鲁肯米勒（Stanley Druckenmiller），此君系索罗斯 1989 年从达孚（Dreyfus）基金挖来，专门负责量子基金的日常事务管理。索罗斯保持着与这些操作的紧密联系，但是正如他后来所说，他更像是一名教练，而不是现场坐镇指挥的经理。然而，德鲁肯米勒自然会就重大的问题与他商量。当德鲁肯米勒提出了阻击英镑的想法后，索罗斯马上就同意了，但是坚持任何的动作都必须得是大规模的。

索罗斯一般情况下不在货币期货市场上交易，部分的原因是无法掩盖那些大规模的头寸。为了英镑行动的开局，他和德鲁肯米勒悄悄地在世界各地的银行建立起了英镑信贷额度。由于他是最终使用人，银行都很愿意放出这个额度。全部加起来，他获得了 100 亿英镑的信贷额度，大约分散在 100 家不同的银行，使用了很多不同的当地账户名称。

几周之前，索罗斯出席了一次投资大会，在这次会议上，施莱辛格在事先准备好的发言中和随后简短的交谈中，都给索罗斯留下很强烈的德国不会为支持英镑出手干预货币市场的印象。在第 15 次否认这样的说法时，施莱辛格没做其他任何表示。因此，当英国次日将利率提高 2%，做最后一搏的时候，这在索罗斯看来就是“承认战败”，他果断地扣动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了扳机——同时提取了所有的英镑贷款额度，并在售出后换成德国马克。面对来自世界各地突然出现的英镑抛售海啸，实际上全世界所有的交易商都开始抛出他们手里的英镑。索罗斯的冲锋本身或许只能消耗英国的德国马克储备，但是由于整个交易界都在推波助澜，英国别无选择，只能投降，这种情况在几个小时之后就见分晓了。英国财政大臣诺曼·拉蒙特后来说，他当时应该下决心在市场上购买价值高达 150 亿美元的德国马克。索罗斯回答说："那么我会下决心把它们全部吃进。"

英镑当即贬值了大约 10%。当夜，当索罗斯在纽约酣然入睡的时候，量子基金的交易员简单地将他们持有的德国马克重新换成了他们在前一天卖出，但是现在更加便宜的英镑，然后偿还银行的借款。索罗斯承认，他的英镑利润大约在 10 亿美元，而且说，他总的战果，包括相关的赌注，比如他在英国债券上的做多合约，大概是总盈利的两倍。

事实上，赌博的成分并不大——"这是一场并不对称的对决，"他这样告诉我。英国已经很明显地处于对 ERM 的忍耐将到达最大极限的最后关头。选民们当时正是"欧洲恐惧症患者"，而且处于被冒着衰退危险的高利率所激发的愤怒情绪之中。用忽然间更大幅度加息的办法来保卫货币，很可能使政府倒台。因而，索罗斯实际的金融风险非常适中。如果英国在某种程度上死守住英镑/德国马克汇率，索罗斯大约可以以他为此支付的成本价，也或许是略高一点的成本，买回他的英镑，偿还他所调用的银行头寸。最大的损失或许会是 1 亿美元，这个数字尽管不能说很小，但是对于一只 30 亿美元的基金来说也很难算是一场灾难。面对一个一夜之间获取 10 亿美元的难得机会，人们很容易下这个赌博的决心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回首往事，索罗斯打算将量子基金的作用最小化。他非常肯定，政府和交易界知道量子基金引发了这次行动，这将会削弱它的影响力。他同时也强调，当英国最终彻底失败的时候，他绝对不是市场上起决定作用的唯一因素。

这或许是对的。但是事实仍然是索罗斯在这场危机中的作用一直都秘而不宣，一直到《伦敦每日邮报》(*London Daily Mail*) 获得了报告，这份报告显然来自于一家纽约的对冲基金追踪服务公司根据量子基金在荷属安的列斯群岛提交的一份季度资产组合报告提供的信息所进行的分析。《伦敦每日邮报》的报道在英国报界释放出了短暂的狂怒，迫使索罗斯将整个故事情节向一个友好的《时代》周刊驻伦敦记者做了完整的披露。

事实上，如果官员和交易商想到索罗斯站在对英镑进行攻击的幕后，局内人也只会是一片哗然，很难保持平静。但金融报刊很快收集了交易员们的流言飞语，特别是关于如此精彩的一段情节，而恼怒的政府官员也成为热心的泄密者。

就算政府确切地知道一开始兴风作浪的人只有索罗斯，这其实也不会有什么太大的差别。整个战略经过了精心计算以达到最大的打击效果，从而精确地确保大规模的跟风出售和政府的恐慌。(如果市场出现混乱，很难想象财政部的官员能够冷静地认为：“这看起来很像索罗斯的作风；让我们看看我们能否等他自己离开。”)

这算是反社会行动吗？很难找到这样说的理由。德国的国内优先的做法很久以来已经将 ERM 置于难以承受的压力之下。只有政治家们的顽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

固才能让它存在得如此之久。而一旦英镑稳定在一个可以站稳的水平上，英国的银行就开始降息，而且出口也有了起色。从 1990 年到 1992 年，真实的英国 GDP 下跌了 1.2%。但是在贬值后的 3 年中，真实的年均增长率达到了令人欣喜的 3.2%。索罗斯从英镑贬值中所获利润的大半最终还是来自于他准确地压注于这样的复苏预见。

总体来说，通过加快这个注定要来的问题到来的步伐，索罗斯帮了英国一个大忙。走在大街上的行人事实上也会这样想。大多数的舆论认为，真相披露所造成的最初的恐慌过后，英国公众很快对索罗斯赞赏有加。

成功的投资家

索罗斯那令人目瞪口呆的投资结果本身已经不言自明。然而，最令人难以忘怀的是他凭借什么取得这些成果：他所投资资产的广大范围，他在面对一种非常复杂的投资构成时看似疯狂地进进出出的操作，以及量子基金的投资理念紧随他的世界观转变的天衣无缝的方式。当迄今为止对索罗斯的情况披露得最翔实的那本传记①的作者迈克尔·考夫曼（Michael Kaufman）询问索罗斯的同事，探寻他成功的秘诀的时候，他们都说到了一种“几近神秘的……能力，能看透整个世界资金和信贷流动的情况”。跟了他很久的管理兼财务主管加里·格莱德斯坦（Gary Glad-

① 即《索罗斯传》（*Soros*）。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

stein）说："他能吞下所有这些信息，并消化掉，他能够从这些信息中得出自己的看法，知道怎样将所有这些信息进行挑拣分类，理解这会对美元和其他货币，以及各个市场的利率造成什么影响。他会看图表，但是他处理的信息大部分是口头的，而不是数据。"索罗斯也跟我说了类似的话——在他与基金联系最紧密的那几年里，"基金和我的大脑是可以互联互通的"。

战略是很少能够说得一清二楚的——它们的变化变得频繁了——而且很大程度上是出于本能。《金融炼金术》一书提到，他对在日记中写出他的战略是否影响他的做法进行过思想斗争，结果是认为这样会使他更加投入地坚持这些战略。在与前摩根士丹利总投资策略师拜伦·威恩（Byron Wien）和欧洲记者克里斯蒂娜·克内恩（Krisztina Koenen）公开的谈话中，索罗斯强调他对现代投资组合理论没有兴趣。"我们生活在石器时代，"他说，"我们是有意这样的"——并继续解释说，所有的现代投资组合公式都假设良性的均衡，而他对被称为"有效市场失灵"的这些"不连续的"市场断点更有兴趣。

索罗斯的儿子罗伯特对理论和本能在索罗斯的投资中所扮演的角色做了一个很有名的评价，索罗斯给我进行了复述：

> 我的父亲会坐下来，提出些理论来给你解释他为什么会这样做或者那样做。但是我对我还是小孩子的时候所看到的那些仍然记忆犹新，因而想到，天哪，至少有一半都是胡说八道。我的意思是，你一定知道他改变他在市场上的位置或者发生其他的任何情况是因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为跟在他后面的人开始对他下手。这跟道理一点关系都没有。他完全地陷入了阵痛之中，而这正是早期的警示信号。

索罗斯非常清醒地意识到最有用的理论在实际投资指导方面的局限。他在日记中提到，他注意到他的旅行安排可能是他的投资决策中最重要的因素，日记中同时列出了他做错的所有经济预测。他 1985 年所取得的成功很大程度上取决于“广场协议”的时机，这拯救了他的货币多头资产。但是到他公开他的日记的时候，他了解到这份协议当时几近流产。15 年之后，他反省了他在 20 世纪 90 年代末期亚洲金融危机之后的做法，认为正是他过于刻板地坚持他自己的理论才导致露出了马脚。具体来说，他对亚洲恢复的前景太悲观，因为他过度迷恋于他自己的“繁荣并破灭”模型：“我把一个非常具有想象力的谬误榨干用尽。”

德鲁肯米勒在量子基金担任总交易师和战略分析师长达 12 年的时间，并且与索罗斯保持着别人无法比拟的紧密的工作关系，他列出了使索罗斯成为如此伟大的投资家的那些无形的特点。首先，他是一位“宽宏大量的损失接受者。他只要摆脱它，并不担心他自己的自尊，或者这个世界会怎么说他”。在 1987 年 10 月“黑色星期一”的股票市场崩盘期间，他站错了方向——他一直认为先遭到攻击的应该是日本——因而出现了巨额的亏损。他对那些金融报刊说他只顾自己锁定损失的叫嚣所做出的回应是抛出他手上的全部头寸。然而，大约一周之后，他已经悄然变为持有大量杠杆化的美元空头头寸，以 15% 的收益结束了这一年。

德鲁肯米勒认为，能够预测市场的分析师不在少数，但是索罗斯在

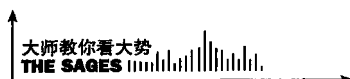
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“瞄准要害”来“扣动扳机”方面是无与伦比的。德鲁肯米勒说：“扣动扳机与分析不是一回事；它也不是对趋势的预测……（它意味着）可以在正确的时间及时地全部搞定。我的看法是，这种能力并不是可以学来的。它完全是一种本能，而且是一门艺术，无论从哪方面看也不像是一门科学。”德鲁肯米勒引用了1992年的英镑故事。在他向索罗斯讲述了他的策略后，他说他遭遇了“几乎可以算是指责的回应——如果你对所有这一切都抱有信心，那么你为什么只下注20亿美元或者30亿美元呢?”类似地，在索罗斯紧随“广场协议”的签订在货币上获得了巨额的盈利之后，他很恼怒地发现他的交易员锁定了利润。而此时巨大的冲击才刚刚开始。他不仅没有拿走利润，反而加大了投入。他的基金那一年的收益高达122%。

德鲁肯米勒总结道，索罗斯“开发了对冲基金模式，而且他管理了迄今为止时间最长也最有成效的基金。在5年或者10年之内坚持这个做法已经很了不起了。但是能够有毅力（在如此长的时间内）真正做到如此之好简直难以置信……他就是一面旗帜”。

索罗斯和他的基金完美地操纵了20世纪90年代的亚洲金融危机，尽管由于1992年的经历，他被监管部门指责为煽动了这场危机，特别是遭到了马来西亚总理马哈蒂尔·穆罕默德的指责。事实上，索罗斯在危机爆发的时候正在买入林吉特。在贬值之前他卖出了远期的林吉特期货合约，在危机加重的时候开始买入，他承认动手早了，为的是锁定他的利润。（当然，稍早前的卖出对危机的深化起到了推波助澜的作用，但是情况的演变是综合性的，索罗斯这次不像在英镑故事里那样，是主要推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



手。）然而，对索罗斯来说，亚洲金融危机再次证明了他那金融市场存在内在不稳定性的观点。从理论上说，理性的市场应该会为货币领域的转换铺平道路。相反，市场变成了一个“破坏球”，从一个经济体跳向另一个经济体，其中有些经济体非常健康，比如香港，但是在逆流中也几乎被摧毁。

最后，尽管索罗斯在 20 世纪 90 年代末期俄罗斯金融繁荣时一直刻意与西方保持距离，他还是允许某些索罗斯基金参与其中。（由于手下管理着 60 亿美元，索罗斯基金已经不再像 10 年前那样，是由他紧密控制的实体了。）他自己对俄罗斯的未来绝对满怀希望，但是他在俄罗斯不断增强的以基金为基础的活动使他对可能出现的冲突非常地警醒。他最终战战兢兢地做出决定，在一家新近私有化的俄罗斯电话公司中进行了一项大的投资——无论如何，他一直在宣扬私人资本在俄罗斯重建过程中的重要意义。很悲哀的是，这本应该是一项成功的投资，却陷入了不同的寡头集团对公司控制权恶意竞争的残酷斗争之中。“我当时太天真了，”他总结道。在他看来，寡头集团之间的争斗仍然在继续，尽管现在这种争斗是发生在各个寡头和“西罗维基”集团之间——后者是来自克格勃，与普京一起接管了政府的“强硬派”。

德鲁肯米勒在金融危机中耗尽了精力，在 2000 年从索罗斯基金退休。当时，索罗斯已经是 70 岁高龄，没有了重新回去全力投入管理基金的兴趣。因此，他将他的基金重组为不同的保守型投资工具，这种做法在运作中几乎不需要他的亲自监管。然而，随着最近信贷紧缩的迫近，他在 2007 年回到了索罗斯基金一线的管理岗位。很显然，他依然宝刀不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老。他是2007年最杰出的基金管理者和最佳收益获得者之一，个人收益达29亿美元，而且在非常艰难的2008年再次以11亿美元的收益大获全胜。

现在，健康迈入他的第80个年头的索罗斯成为货真价实的世界人物。年轻时代在伦敦的时候，尽管工作不稳定，而且为能进入大学竭尽全力，他也仍然把自己看成是“救世主”和“像神一样的人”(他的原话)。几乎可以明确，虽然他处于英国社会的最底层，但是因为他的信念，他会以某种方式爬到最高层。

他对公共问题的建议，当然特别是关于目前的金融危机的建议，现在对大家来说都是极其珍贵的。他至今总共写了9本著作，通常都是最畅销的，而他的评论经常出现在最重要的财经报刊上。他的地位由于他过去这30年所扮演的慈善角色而得以加强。与很多金融家不同的是，他也能够从对贫困、不平等和不公正的深刻理解的角度发表谈话。因此，我们在回到他对处理目前金融危机的建议之前，首先对他的慈善活动勾勒一个简单的框架。

慈善家

索罗斯开始涉足于慈善活动的时候，他正处于他事业的中期，刚好在快接近他最伟大的盈利的时候，但是在这20年间，他掌管着一只世界上最杰出也最有争议的基金。他在中欧国家转型中的作用使他成为世界舞台上的主要演员。卡内基国际和平基金会（Carnegie Endowment for In-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ternational Peace）的董事莫顿·阿布拉莫维茨（Morton Abramowitz）称他是“在美国拥有自己的对外政策并且能够付诸实施的唯一的个人”。

他最初的尝试与典型的纽约富人的做法没什么区别——给现代舞蹈团捐款，翻修中央公园。然而，到20世纪70年代末他快50岁的时候，在办完了离婚手续，赚到了大笔的钱之后，他开始第一次认真考虑他在余生想做什么，他想到了以更为系统的方式从事慈善，决定每年为慈善工作贡献300万美元。

然而，与投资活动一样，索罗斯不希望在没有任何目的的时候就开始行动。他做慈善的目的是什么？他应用与他形成投资活动世界观同样的波普尔主义视角找到了答案——甚至将他的基金会命名为开放社会研究所（Open Society Institute）。他在公开发表的与威恩和克内恩的谈话中解释道：

在我的观念里，开放社会是基于在我们所有人都不能全面理解的基础上进行活动的认识。没有人掌握着绝对的真理。因此，我们需要具有批判性思维的方式；我们需要那种能够允许持有不同意见和拥有不同利益的人和平相处的制度和规则；我们需要一种民主的、能够确保政权有序移交的政府组成形式；我们需要一种能够提供反馈并允许改正错误的市场经济；我们需要保护少数人并且尊重少数人的意见。总体说来，我们需要法律的准则。

他尝试“开放社会”的第一次投资是在1979年的南非，给那些优秀的黑人青年提供大学的奖学金，但是当他发现大学为其他的目的挪用了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很大部分资金之后，他停止了这项活动。

20 世纪 80 年代是冷战中关系最为紧张的时期，异议人士运动（其中很多人是犹太人）愈演愈烈。异议人士的诉求正好契合了索罗斯帮助传播开放社会理念的愿望，与此同时，他的东欧身世与他的巨额财富结合，使他成为世界上逃离政治压迫之手的现实的样板。

这同时也是充满机遇的时期。为了回应第二次世界大战后各国一直悬而未决的对国家边界的要求，前苏联与东欧国家在 1975 年签署了《赫尔辛基协定》(Helsinki Accords)，协定的条款中包括了人权标准。这导致在纽约建立了“赫尔辛基观察”，一家追踪前苏联是否履行其协议义务的组织。索罗斯开始定期出席赫尔辛基观察的会议，随着这个组织将其活动范围扩大至全世界并成了“人权观察”组织，索罗斯成为这个组织的主要资助人。赫尔辛基观察的创始理事阿里亚·内尔（Aryeh Neier）最终成为索罗斯的开放社会研究所的总裁。

有能力现场签下一张支票对于一位慈善家来说是一个很大的优势。索罗斯曾经在匈牙利吓到了他的东道主，他们一直向西方人权机构乞求千余美元的补助，但是索罗斯给了他们 100 万美元——而且不是他们开始时认为的一次性捐赠，而是每年的补助。到 20 世纪 80 年代中期，他给整个东欧阵营的人权运动和异议集团提供资金，包括波兰团结工会运动。他最成功的一次是在匈牙利，他给各所大学提供了大量的复印机，打破了政府对复印服务的垄断——这种服务包括对具体是谁在复印什么具体内容的监控。

他最大的失败或许应该算出现在前苏联。他花费了数亿美元，从某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种角度看是在前苏联共产党倒台期间的艰难岁月中单枪匹马支持前苏联科技界的精英。但是所有这些努力，就像他的投资一样，被寡头之间的斗争所侵吞。一系列由索罗斯资助的俄罗斯草根基金会以合法正规的方式熬过了20世纪90年代，但是随着普京开始将俄罗斯拉回到其沙皇主义传统——如果不是相当程度的斯大林主义传统——它们全部都被关闭了。

很令人诧异的一点是，所有这些活动都发生在基金会几乎没有任何工作人员的情况下。索罗斯自己出差并做决策，就像是为他的投资基金所做的一样。这也是发生于记录在他的《金融炼金术》一书中的那些令人紧张的投资活动的同一时期。实际上，在这个10年的绝大部分时间里，唯一的雇员是他的第二任妻子苏珊，她深谙索罗斯全球布局的每次行动之后所做承诺的意义。

综合考虑所有的失败，按照慈善的标准看，开放社会研究所应该算是一个很大的成功。它现在已经规模很大了，截至2007年年底，捐款额为60亿美元，所有捐款都来自索罗斯，而且支出比例也很大——通常情况是每年超过4亿美元。基金的增长得益于索罗斯根深蒂固的对“远大理想”所秉持的怀疑态度，以及他对追求竞争思想所赋予的重要意义。与福特或者洛克菲勒基金会那样完全以一个单一全球总部的方式进行营运的模式不同，在全球60个国家都有类似独立的开放社会基金会存在。它们有各种不同的项目宗旨，如正义、媒体开放、妇女权利、教育进步、财产权（通过家庭财富项目以及类似的项目）、恶性疾病，这些更多地靠对索罗斯在与威恩和克内恩的谈话中列出的价值的承诺，而不是靠项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目规划联系在一起。

危机中的金融监管

索罗斯非常坚决地相信自由市场和自由贸易，但是他也相信金融市场中存在一种很不寻常的特性，这种特性使这些金融市场特别容易产生泡沫。像石油这样用于生产工艺过程中的产品，它们在潜在价值方面具有很刚性的标准。（在2008年的石油市场上或许出现了泡沫，但是几个月之后就结束了。）相反，金融工具的估值只是受到了市场炒家想象力的限制。“信贷”（credit）一词来自于拉丁词汇“相信”（belief）。如果金融家们相信这些资产值得投资，它们的价格就会上涨，而且可以在一个自己放大的循环中，促使人们依靠担保抵押，购买更多证券。不断增强的信心导致宽松的信贷标准，以及更高的杠杆水平，推高价格要素。最近的学术性研究一直重视金融市场明显的“亲周期性”，这也是索罗斯在他的自反性理念下所信奉的一部分内容。

在索罗斯看来，最近的信贷紧缩是全球信贷衍生的60年超级泡沫的终结。全球的债务现在大约是全球GDP的4倍，与此同时，已发行的衍生产品的名义价值至少有总债务的两倍那么多。（金融票据被认为是代表了对真实商品所拥有的权利，而衍生产品具有典型的代表对金融票据所拥有权利的特点。）这个比值对于美国来说甚至更高，而世界债务中，美国所欠债务占了很大一部分。

索罗斯指出了信贷繁荣的三个基本的原因。第一个原因的时间可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

追溯到20世纪30年代，这个原因就是各中央银行无条件吸收其下属银行坏账的没有明说的承诺。政府暗示性的“卖空”行为是典型的道德风险，它鼓励轻率的借贷行为。第二个原因中的两个基本因素出现的时间要稍微靠近现代一些。贸易扩展和金融市场的全球化，以及发展中国家持有大量美元储备的意愿，使美国可以持有金额非常庞大的国际账户赤字。（索罗斯觉得非常不舒服，世界上最富裕的国家居然是最大的债务国。）第三个基本的原因是美国金融监管自1980年以来实质上的缺位。

他承认，银行由于潜在的坏账，在面对政府的卖空行为时没有任何的退路：“让我们正视它：当金融系统岌岌可危的时候，政府必须屈服……（所以）提供信贷的机构必须接受这个事实：它们获得了政府的保护。因此，它们必须为此买单”——这意味着对杠杆水平和资产质量更加紧密的控制，以及更低的利润和红利。

索罗斯建议对于国内金融监管可以不用进行太多的创新。对于杠杆水平要严格控制，特别是对于商业银行，并确保所有的问题都能反映在资产负债表上。特别要严格禁止银行涉足那些连它们自己的高级经理都搞不懂的票据业务，这可能会包括过去几十年中金融创新的大部分内容。用索罗斯的话说：

当我说到这里的时候，我其实是在反对我个人的兴趣和爱好。我是市场一员，我痛恨官僚的限制。我力图在他们周边找到我自己的道路。比如，我控制由我提供顾问服务的基金的数量，这样我就不用到美国证券交易委员会去登记。但是我真的相信金融市场是天生就不稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的；我也认识到监管天生就是有缺陷的——因此，稳定最终依赖于市场和监管者之间的那种猫捉老鼠的游戏。鉴于存在不称职的监管者，收窄金融创新的范围和减少其所占比例确实有很多好处。

他把最近大多数监管失败归因于那种坚持认为市场按科学规律运行的观点。“货币主义者的错误，”他说，“在于相信如果你监管货币，那么你同时也在监管信贷。这是错误的。采用杠杆或者去杠杆化的意愿是一个独立的变量。你必须得把货币和信用票据分开来单独考虑。”关于网络泡沫，他说，这是一个“股票的泡沫”。监管当局应该通过降低新股的发行速度来进行干预，他相信，这一点美国证监交易委员会能够很容易地办到。他说，在市场效率理论出现之前，监管机构可以通知银行削减建筑贷款或者收紧消费信贷。“通常它们都是错的，但是它们知道它们可能出错，如果这样做没有效果，它们会改变做法。我认为这样会更好。”卖空过程中的上涨原则，他说是一个“非理性的理性原则”的最好例子。“这或许在逻辑上讲不通，但是确实有效。它们应该重新启用这种办法。”

给奥巴马政府的建议

索罗斯最近起草了一套从目前衰退中寻找恢复办法的详细的建议。建议共有五条，其中之一直指能源政策。一年之前，大多数人可能都还把这些问题看得非常严峻，但是现在他们都成为那些可能被称为主流激

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进分子的群体中的一员。下面的总结是我做的，它来自于索罗斯的《2008年的崩溃以及这意味着什么》(*The Crash of* 2008 *and What It Means*)，这是他先前的著作《金融市场的新典范》(*The New Paradigm for Financial Markets*，2008年出版）的修订版。

在他的改革计划中有五个要点：

1. 财政刺激；
2. 对住房抵押体系进行全面清理；
3. 调整银行的资本结构；
4. 新的能源政策；
5. 国际金融体系的改革。

财政刺激

财政刺激计划在索罗斯写作《2008年的崩溃以及这意味着什么》时已经在进行。很显然，索罗斯认为财政刺激这样一个事实本身比具体的刺激行为更为重要。没有任何的财政刺激能够取得比减缓衰退更为有效的成果，但是资金流动得越快，情况就会越好。

住房抵押清理

在索罗斯看来，住房抵押改革的一个根本要素应该是要求住房抵押的发起者承担信贷损失的风险。他最欣赏的模式是丹麦的体系，在这个体系中，抵押的发起者可以通过发行抵押债券对抵押物进行债券化，但是必须负责置换在抵押池里的那些违约的抵押品。(通过出售债券，银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将未来利息支付的过程货币化，并且将利率风险，而不是信贷风险，转移给债券购买人。）丹麦体系已经足够完善，它可以不用政府支出，自己就平稳地发挥作用。一个很好的特点是，住房所有人可以用等值的抵押债券进行置换，取消抵押。

作为迈向这样一个体系的临时步骤，索罗斯建议房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）采用丹麦式的抵押合同，把这种合同既当做新的抵押，也当做对已经存在的抵押进行再融资的标准和格式条款。在索罗斯看来，一旦私营性质的抵押市场建立起来（而且有合理的监管），房利美和房地美，或者新的政府替代机构，可以逐步退出，只扮演保险人的角色。他希望，随着时间的推移，对保险的需求也能在很多步骤中取消，向现在丹麦的情况靠拢。在他看来，政府完全可以不用立法就实施他的计划。

调整银行资本结构

对于这个问题，索罗斯没有说得像抵押融资那么详细。他认为目前的衰退很可能与大萧条时期同样严重，而且相信银行体系需要大量的更加普遍深入的监督和管理。然而，与此同时，他希望银行不要像大萧条过后那样被套进同样的“紧身衣”里。

他相信，对任何有信贷创造能力的实体都必须进行监管。追加保证金、最少资本要求以及中央银行对信贷流通渠道的指导都是曾经广受欢迎的政策工具，他希望这些都能够被重新采用。所有金融机构必须获得许可并接受监管，以确保其透明度和安全性。必须制定杠杆规则以便拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有足够的安全边际。那些在过去10年中主导市场的过度臃肿的、暴利型的庞大机构必须收缩，监管者应该共同协作，逐步向跨国监管转型。

对于马上到来的将来，关键的政策挑战将是“用增发货币、勾销坏账以及调整银行资本结构来抵消信贷崩溃。随后，如果目的达到，超额的货币供应必须在信贷开始流动后尽快抽出”——他承认，这种情况将会是一场不同寻常的挑战。

他建议财政部长按照统一的指导意见监督问题资产的估值。由于银行已经进行了估值，而且基本可以肯定资本充足率都不足，因此，同样的审计也将适用于股票发行的价格，首先针对私营部门，其尚未出售的股权由财政部接收。在重新改造之后，他建议，将问题资产放到银行的“专户”里，按照审计价值核定资本，在其生命周期内不再做进一步的调整。从这一时点开始，银行可以按照正常的商业条款恢复业务。索罗斯还建议一旦改造完成，最低资本要求可以暂时调低，以此作为推动贷款增加的额外刺激手段——这还会帮助冲抵政府过量货币刺激退市的需求。他的计划同时也要求股票持有人和债券持有人在政府救市资金到位前都要做出一些牺牲。(在目前这一轮救市活动中，债券持有人得到了很大程度的保护。)

能源政策

索罗斯提出征收碳排放税（或者规定排放上限以及建立交易体系）和进口石油税，以便为碳基能源价格制定一个底线。对碳基资源性产品设限可能会带来对资源保护、循环利用以及替代性资源的巨大投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际金融改革

索罗斯担心源自于美国的金融混乱可能对新近出现的“外围”经济体造成最大限度的伤害。为在国际危机中提供危机融资支持所建立的机构——国际货币基金组织本身的资金就不足，主要的原因是小布什政府对国际性机构心存偏见。

索罗斯呼吁：

1. 富裕国家联合行动，将其特别提款权（SDR）捐给一家储备型基金，可以供贫穷的国家支用，以便扩大国际资金供给。

2. 通过扩展现金额度限制以及通过来自于富裕国家的货币捐助，增加现金流和小规模国际货币基金组织短期贷款工具（STL）。

3. 提出帮助周边国家走近资本市场的行动的一揽子计划，包括由富裕国家为周边国家债券发行提供担保、增加外汇掉期额度等。

4. 紧急采取国际行动，统一监管，协调宏观经济政策，稳定商品价格波动。

他的总结评论是：“这里提出的意见是否能够被当做政策得到采用，我们仍将拭目以待。”这个说法所透露出的那种无奈的期望表明了这些建议实施的机会并不大。

反对信贷违约互换

索罗斯对信贷违约互换（或者称 CDS）这种最近出现的最重要，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是最具争议的金融创新的监管有很大的意见，他认为这种产品是“有毒的证券”。我把他的观点单独收录于此，以便为这个工具和索罗斯的推断提供足够多的背景资料而又不至于破坏本章叙述的完整性。

信贷违约互换通常被认为是对金融工具的一种保险形式。信贷违约互换所覆盖的金融工具的金额从世纪之交的大约1万亿美元迅速膨胀到2007年的65万亿美元。此后，由整个行业组织共同努力进行的互换冲抵注销将其总的名义价值降低了一半，降至30多万亿美元。最近的一些大规模的损失，比如引发保险业巨头AIG崩盘的那些损失，与信贷违约互换有着千丝万缕的联系。

信贷违约互换起初为银行的投资组合管理工具。假设“美国银行”（U. S. Bank）决定保证其在东南亚的信贷不遭遇风险。过去的办法是购买一些亚洲银行分支机构，或者与当地银行合作。而信贷违约互换能够缩短这个过程。收取费用后，美国银行将为由“亚洲银行”(Asia Bank)所持有的贷款组合提供担保，而且将得到那些贷款的利息和手续费。亚洲银行继续提供贷款服务，因此其当地的客户看不出任何的变化，但是，用行话说，亚洲银行将为其风险投资组合购买“保险”，将受监管限制的资本释放出来进行业务扩展。

对于大规模持有债券和其他债务工具的人来说，采用信贷违约互换来保护他们免遭损失是很容易做到的事情。持有大量的抵押投资组合的养老基金的基金经理可以以信贷违约互换的形式购买违约保险，通常由一家银行或者保险公司作为相对方。这种做法对于卖方的吸引力在于他们可以以非常小的资金投入获得手续费收入。卖方通常得配置抵押物来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应对他们的保险义务，但是大型的交易商银行以及其他某些评级很高的金融企业通常可以得到抵押物要求方面的豁免。对于其他的参与者来说，抵押物要求方面的管理经常问题不断，甚至被直接放弃，尽管所有的报告都显示，在过去几年间管理工作得到了相当程度的强化。在2007年信贷崩盘之前，债券持有人常常发现他们能够以低于他们的收益的价格买到对他们所持债权的保护，产生了“负利差”，或者在认为没有风险的时候赢得正收益。

然而，信贷违约互换规模爆炸性增长的原因是它是一款实用的买卖债券的代用物。卖出对一家企业债券的保护意味着你承担了债券的违约风险，并收取近似于其收益的手续费——所以，你所处的位置与你购买了债券的情况是同样的，唯一不同的是你所付出的现金要少很多。相反，买入保护使你能够卖空债券，与买入股票市场的看跌期权（以特定的价格卖出股票的权利）的情况很类似。如果债券的价格下跌，正如交易方预期会出现的情况一样，他的信贷违约互换的价值就会上涨。

但是，对信贷违约互换持批评态度的大有人在，而且他们也有充分的理由。其中之一是，信贷违约互换是“柜台交易”品种，而没有通过正式的交易所。尽管程序正在改进之中，但是交易被参与各方独立分割，所以交易条款和文件的质量以及追踪的审计差异巨大，这可能会最大限度地使市场割裂的后果复杂化。使信贷违约互换进入交易市场的工作正在进行中，但是进展缓慢，而且某些最为流行的形式可能由于技术原因不适于进入交易市场。

另外，信贷违约互换放大了无形的杠杆作用。假如一家企业发行信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷违约互换承保了1亿美元的贷款组合，并且按目前市场的情况配置了全部1 000万美元抵押物。这种情况与以10：1的杠杆比例购买债券的情况完全一样。但是，这种杠杆率不会出现在资产负债表上。信贷违约互换巨大的繁荣与买入和卖出保护的关系并不大；这种情况的出现是因为信贷违约互换为债券和贷款创造了高度杠杆化、流动性很好的交易环境。最近银行所勾销的坏账金额惊人的很重要的一个原因是大多数大银行的资产负债表中都包含有巨额的，比如信贷违约互换这样的隐形杠杆式的金融创新产品。

更加令人不安的情况是，信贷违约互换市场是在债券违约创历史新低的时候进入了繁荣期。所售出的保护是针对某些非常虚无缥缈的东西，比如以次级抵押贷款为支撑的结构型债券。正当大型的信贷违约互换交易银行通过调整它们的多空头寸配置使它们的风险最小化时，出现了有关市场参与者——特别是对冲基金——都是大型的保护净卖家的满天飞的说法。AIG的破产由其“裸露的”或者没有对冲的保护卖空造成的巨额损失所引发。就算假定有大量更加严格的抵押物保障，势头凶猛的债券破产触发广泛的信贷违约互换破产的情况也是显而易见的事情，而这种情况可能是毁灭性的。

然而，索罗斯提出了更多的问题证明信贷违约互换是毒药。在所有的债券市场中，做多和做空之间总是不对称的。假设你卖出了股票空头（也就是卖出你手里未持有的股票），如果股票价格下跌，你就赚，但是你总的盈利不可能超过售价（股票价格不能跌到零以下）。从另一方面说，如果你亏了，而这是因为股票价格在你对你的空头头寸平仓之前上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨，那么理论上说，你的亏损是无限的。这个不对称性在你做多股票的时候反了过来。你的亏损不会大于你的投资，但是原则上，你可能的盈利则没有上限。因此，总体来说，做多和做空之间回报的不对称有利于做多——这倾向于证明市场的稳定性。

对于信贷违约互换来说，不对称性是反过来的。空方，或者说保护的买家，拥有潜在的更大的回报。他可能的最大损失会是他的手续费，但是如果债券违约，他能够获得最多达到债券的整个面值的收益。然而，多方，即保护的卖方，在互换的整个过程中得到的只是费用，但是得面对在债券违约时潜在的灾难性的损失。索罗斯认为，无论怎么说，不对称性有利于空方，这就将造成市场的不稳定，因为做空的头寸将会超过做多的头寸。“信贷违约互换本质上是熊市的金融工具，”他说。

他坚称，将信贷违约互换带入交易所并不能从根本上解决问题。“我认为它们必须被禁止，”除非在保护的买家确实拥有其所承保的债券这样的情况之下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

THE SAGES

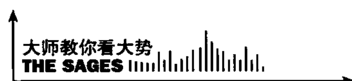
The Sages

Warren Buffett,
George Soros,
Paul Volcker,
and
the Maelstrom of Markets

巴菲特

天才的投资
合伙经营
第一笔10亿美元是最困难的
奇妙的复利
最困难的时期
衰退中的收益
年度致辞中的智慧
艰难的2008年
给美国总统的经济建议

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1984 年是由本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和戴维·多德（David Dodd）所撰写的《证券分析》（*Security Analysis*）一书发行后的第 50 个年头，这本书或许是世界上最著名的投资教科书。由于撰写这本书的时候，两名作者正在哥伦比亚大学教书，因此这所学校组织了一场由格雷厄姆—多德理论最著名的代表沃伦·巴菲特与当时在罗切斯特大学工作的芝加哥学派有效资产市场理论主要的推崇者迈克尔·詹森（Michael Jensen）之间的辩论会，来纪念这件盛事。

格雷厄姆，这位格雷厄姆—多德组合中德高望重的人物，被称为“现代证券分析之父”。他在 20 世纪 20 年代曾经是华尔街的神童，但是随后大崩溃几乎把他的公司彻底地清除出去了。《证券分析》是他对从那场教训中总结出来的一些原则的尝试性分析。格雷厄姆嘲笑了那些在 1929 年前被奉为真理的空洞的投资口号——比如，“选择那些最有可能快速增长的独立公司”。与此相反，他提倡对有关证券的那些最易于被知晓的因素进行最严格的分析——公司在相对短的期限内的预期收益和预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

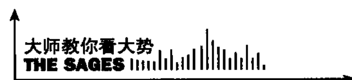
期利息/红利、公司的有形资产，以及它们与证券价格的关系。他坚持认为，你要买的是一个公司，不只是几张纸而已。另外，聪明的投资者在他判断的公司价值和他愿意支付的价格之间总是要留有足够的“安全边际”。

相反，芝加哥学派的理论家所教授的股票定价总是涵盖所有股票的所有已知信息，所以没有任何人可以靠自己的能力来表现得比市场更聪明。因此，巨额的投资回报基本上不是基于运气，也不是基于内部消息。芝加哥学派的理论对促成向基于指数的投资转变起到了很大的作用，同时也推进了高度依赖数学分析技术进行大规模的投资组合管理的方式形成。

巴菲特以一个想象中的试验开始了他的演讲。假设全部 2.25 亿美国人都参与了一场掷硬币比赛，为他们能够猜对硬币各压 1 美元。由于所有的结果都是随机的，按照数学的计算，在掷过 10 次以后，仍然还有大约 22 万人留在赛场上，而每个人所赢的赌注不少于 1 000 美元（巴菲特说，这个时候他们所有人都开始夸耀自己“带到掷币比赛场上的非凡的洞察力”）。在掷过 20 次后，继续留下比赛的只有大约 215 人，每人赢得的赌注超过 100 万美元（而且，巴菲特说，他们会毫不迟疑地写作“名为《我怎样把 1 美元变成了 100 万美元……》的书”）。

令人扫兴的商学院教授会很快指出，大猩猩也能取得同样的结果。他们的说法应该是对的。但是，巴菲特问道，要是“你发现其中居然有 40 只都来自位于奥马哈的某一家动物园……你很可能会跑过去问饲养员，他给它们喂了什么样的饲料”，这怎么解释呢？他还说，癌症通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



常被认为是随机分布的，但是如果流行病学家发现在某些小镇有集中的发病情况，可靠的科学研究就会指示“你应该关注那里的水，或者那些遭受病痛折磨的职业”。要是不了解原因，“你应该知道去哪里找”。

随后，他举了9只投资基金的例子，所有的都由他多年的老朋友管理，而且所有人都遵循格雷厄姆的规则——就像是来自同一家动物园。下面给出的表格显示了普通合伙和有限合伙两种情况的收益，以及标准普尔500指数（简称标普500）或者道琼斯工业平均指数在观测时间段内与每只基金的对比情况。（有两个例子没有显示；这两种是退休基金，其结果只用退休基金回报的排名表示。）

整个时间段的复合收益（%）

基金	时间	标普500	普通合伙	普通合伙/标普500的倍数	有限合伙	有限合伙/标普500的倍数
第一只	28年	887	23 105	26.0	6 679	7.5
第二只	16年	239	1 661	6.9	936	3.9
第三只	12年	153	2 795	18.3	1 593	10.4
第四只	13年	270	无报告	无报告	775	2.9
第五只	13年	97	1 156	11.9	500	5.2
第六只	19年	306	22 200	72.5	5 530	18.1
第七只	18年	389	4 277	11.0	2 309	5.9

注：基准为道琼斯工业平均指数。

换句话说，这家动物园里的大猩猩取得了远远好于余下的硬币掷手的成绩。普通合伙人的回报相当于指数的7～72倍，而有限合伙人则是3～18倍。巴菲特强调，这种一边倒的好成绩的取得不是因为他们所有人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都做了同样的投资。事实上，他们中很少有人会持有相同的股票，而且他们的投资战略和关注行业的情况也有很大的差异。有的人，比如巴菲特，持有相对较少数量的公司，而且是长期持有，而有的人则持有的范围更广，而且是非常活跃的交易者。

另外，这个例子也没有任何方面的“造假”情况。巴菲特没有通过对价值投资者进行全面的筛查来找出那些幸运的大猩猩。在大部分情况下，这些经理人从格雷厄姆或者他的亲近的弟子那里接受了早期的投资教育；他们在很多年间一直保持着联系；而且他们都或多或少地遵循着格雷厄姆的价值分析原则。巴菲特认为，结果本身就不言自明，他很惊讶地发现商学院居然如此固执地对他们一点兴趣都没有。

余下的讲演是众所周知的巴菲特所做的。

关于股票波动的广泛的计量经济学研究：“这不一定是因为这样的研究有任何的效用，只是因为这些数据摆在那里，而学术研究者很努力地想去学会操控这些数据所需要的数学技能。一旦这些技能被掌握了，如果不用的话似乎就有一种罪恶感，就算是它们没有任何的效用，或者是有负的效用也一样。”

关于股票时机不合逻辑：“当商人购买企业的时候……我怀疑会有多少人在交易发生的一周前或者一个月前就形成他们的购买决定……我就想不清楚为什么学术研究者要投入大量的时间和精力来探寻当购买同样的这些企业较小部分的时候，是否会有不同于此的问题。”

关于风险与回报：“如果你用 60 美分买到了 1 美元的资产，与你用 40 美分买到 1 美元的资产相比就要更危险……华盛顿邮报公司 1973 年在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场上要卖8 000万美元。（但是它的资产的公平价值为不低于4亿美元……）现在，如果股票还要进一步下跌……至4 000万美元，而不是8 000万美元，其β值（波动性）就应该会更大。而对于那些认为β值可以衡量风险的人来说，较低的价格应该使投资看上去风险更大。这是现实版的《爱丽丝梦游仙境》。”

当巴菲特讲完，学生们都站起来为他鼓掌。这在某种程度上是一种象征。巴菲特当时还只是刚显示出了成为金融半神的“奥马哈圣贤”的潜质，但是，他已经在金融学教授们的面前露出了他掩饰不住的锋芒。更为重要的是，他才刚刚成为亿万富翁不久。

天才的投资

沃伦·巴菲特在1929年股票市场大崩溃之后大约10个月的时候出生于奥马哈，在家里的三个孩子中排行老二，是唯一的儿子。其父亲霍华德是一名保险代理人，后来成为一家地方银行的股票经纪人，在1931年银行倒闭后也随之失业了。但是霍华德非常坚强，这一点他的儿子与他如出一辙。他开设了自己的股票经纪行，而且在20世纪30年代过上了富裕的生活，并最终在国会服务了四届，是一位顽固不化的站在工会反面立场的共和党人。

巴菲特小时候是一个天赋异禀的孩子：非常聪明，但是不善于社交，而且进入成年之后也不是很成熟；不擅长团队性的体育活动，但是乒乓球打得非常好；不合群，但是有能力让朋友和熟人进入他的各种不同的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业中工作。生意和钱财从他很小的时候就是一个困扰——他所遭遇的困扰不是缺钱带来的磨难，而是那种类似现在痴迷于艺术品收藏或者视频游戏上瘾的情况。到6岁的时候，他挨家挨户推销口香糖和可口可乐。在小学的时候，他已经在经营与成年人同等规模的报纸递送区域。当他年满12岁的时候，他父亲业务上的一个朋友让他低价抛售一家破产仓储公司超额部分的股票。这个故事给人留下深刻印象的不是巴菲特顺利地处理了这桩业务——事实上他确实也做到了——而是这位商人居然没有先问问巴菲特的父亲，而是像两个大人之间所做的那样，直接把建议提给了他。在他上高中的那些日子里，他的生意包括了一台特许经营的弹球机、二手高尔夫球业务、一份赛马小报的发行以及一家40英亩的农场出租，而为购买这家农场他花了1 200美元。巴菲特完成高中学业的时候储蓄账户上存了5 000美元，按现在的币值算，相当于53 000美元。

巴菲特的大脑几乎是一个完美进化的造钱有机体。他对大量的金融资料——教科书、穆迪的报告、公司财务，有着几近照片回放一样的记忆能力，而且他对数字的那种痴迷一直笼罩着神秘的独特气氛。还是孩子的时候，他所保存的笔记本上满是各种执照的彩图、记录的城市人口数字、课文中字母出现的次数，以及在11岁的时候，为在一本叫做《赚到1 000美元的1 000种方法》的书中发现了复利计算的方法而欣喜若狂的感受。

高中毕业以后，巴菲特去了沃顿商学院，这所学校当时只是宾夕法尼亚大学的本科商学院。在沃顿商学院，他因为笨拙的社交技巧和在班级上令人讨厌的表现——在第一周左右的时间内，他已经背下了所有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

教科书，而且喜欢在那些教授错误引用他们自己书中的内容后加以指正，显得与众不同。由于在费城过得不愉快，他转学到了内布拉斯加大学，并从那里毕业。在未能如愿进入哈佛商学院后，他进入了哥伦比亚大学，选了格雷厄姆的课，并且从此之后找到了他的使命。

格雷厄姆很快发现了巴菲特在股票估值方面的伟大才能。他如饥似渴地阅读格雷厄姆和多德的著作，研究了每个案例和每个例子，而且能够很有见地地谈论市场上的几乎所有股票。他是证券班级里得到 A + 成绩的唯一一个学生，而且格雷厄姆欣然给了他评价很高的工作推荐意见。巴菲特的梦想是能够被格雷厄姆的投资公司格雷厄姆 - 纽曼（Graham-Newman）所聘用，但是格雷厄姆很温和地解释说，很少有华尔街的公司会雇用犹太人，所以他只能把自己提供的很少的工作机会留给了他的同教兄弟。

巴菲特回到了奥马哈，在他父亲的经纪公司干着不开心的工作。尽管他感觉在奥马哈比在地球上任何其他地方都更有家的感觉，但是他还是很不喜欢当经纪人。首先，在 21 岁（而且他看上去还要更加年轻）的时候，年纪稍长的人很不情愿听他的意见。其次，当有人根据他的推荐买了一只股票后这只股票价格下跌，他也总是感觉很窝火。而最后的原因，是他不喜欢股票经纪中的那种直截了当的利益冲突。成功的股票推销员关注的是销售，而不是股票，而且他们通过买卖客户的账户上的股票赚取最大的利益，因而总是不停地进行买卖操作。巴菲特在为自己进行投资的时候感觉要舒服得多。

尽管他开始的时候有些紧张，但是在一年左右的时间之内，他已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做得很好了。他开始建立起了自己的客户基础，特别是在那些知道他是大学毕业生的人中间。他写的一篇关于他自己最喜欢的股票——GEICO（第一家采用直邮营销方式的保险公司）的文章，为他从一家传承于西尔斯（Sears）的公司——罗巴克财富（Roebuck fortune）赢得了一份工作邀请，但是国民警卫队的兵役使他只能待在家里。他在奥马哈大学的成人夜校里教授有关投资的课程。学生们喜欢向他提问关于一些股票的问题。巴菲特曾经看过厚达10 000页的《穆迪手册》(*Moody's Manuals*)，这本手册上有对每家上市公司优势的金融分析，而且他记得其中的绝大部分内容，他能够当场很有深度地讲述几乎所有公司的情况。他正试图改善他的社交技能，有意识地采用戴尔·卡耐基（Dale Carnegie）在《如何赢得朋友及影响他人》（*How to Win Friends and Influence People*）一书中提出的规则，而且参与了戴尔·卡耐基学校的课程。最重要的是，出身卑微而且不善于社交的巴菲特已经陷入了情网，他的意中人是出身名门而且年轻活泼的苏茜·汤普森（Susie Thompson），她是学校一位系主任的女儿。经过坚持不懈的长期努力，他们克服了所有的干扰，终于在1952年结婚。

随后在1954年，他终于获得了来自格雷厄姆-纽曼公司的邀请。在毕业后的这些年，他和格雷厄姆一直保持着联系，就推荐股票进行着信件来往，并且他不放过任何去纽约出差的机会，以便顺便拜访格雷厄姆。没有任何的悬念，他一定会接受这个邀请。因此，巴菲特和苏茜搬进了位于白原市的一个很小的寓所，此时的苏茜还在被孩子绊住手脚，而且他们的第二个孩子也即将诞生了。尽管按20世纪50年代的标准，巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特已经很富裕了——他在完成哥伦比亚大学的学业的时候，已经拥有了价值几乎达到20 000美元的投资组合，而且在他把家搬到纽约的时候，资产已经远远不止于此——但是这对小夫妻仍然过着非常俭朴的生活。（巴菲特在买一件新的商品的时候，总是将其价格与按他的正常复利率计算的同样的美元的未来价值比较。）在入职的头几周，他埋头于公司的档案中，通读了每份档案的每一页。

在格雷厄姆-纽曼所做的两单交易是他积累经验的过程中最重要的经历，而且也体现了典型的巴菲特思维方式。第一单与一家位于布鲁克林的糖果公司有关，这家公司刚刚被一个芝加哥的地产家族中的成员杰伊·普里茨克（Jay Pritzker）购得，这位普里茨克就是后来闻名遐迩的凯悦（Hyatt）连锁酒店的创始人。普里茨克打算关掉一条没有盈利的生产线并减少他的可可豆的库存量。他没有简单地到公开市场上去出售，而是决定用这些资产来交换股份，以增加他的持股百分比。他对股东们提出了一个股票回购的方案，在方案中，当时值34美元的一股股票能够换成可交易的一袋价值36美元的可可豆的仓单。格雷厄姆很热衷于这种方式的交易，他委托巴菲特去进行这项业务（同时还必须在期货市场上锁定可可豆的价格）。

通过自己通常具备的显微镜般的眼光，巴菲特计算出普里茨克在外部股票和他持有的股票间所分配的可可豆库存是不成比例的，这种失衡情况只有在股票退市的时候才会变得严重起来。除非可可豆价格出现较大幅度的下跌，否则这个公司每股股票的内在价值应该上涨。像普里茨克这样有名望的人作为主要投资人也不可避免地会增加该股票的吸引力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，巴菲特在勤勉地为格雷厄姆－纽曼公司安排每股套利2美元的同时，也为自己的账户买入并持有了这只股票，不久之后以自己投资额2.5倍的收益卖出。

第二项交易是偷袭马萨诸塞巴士公司，这个企业累积了大量的现金储备——价值大约为每股60美元，而股票的价格大约在每股30～35美元。管理层正着手回购他们的股票，一方面减少现金，另一方面增加每股的价值。巴菲特开始独自进行竞争性收购，在当地的报纸刊登广告，并且按照政府公用事业管理机构所持有的名单上的信息直接与那些较大的股东联系。随后，凭着自己惯有的对金融事务无与伦比的自信，他驱车去马萨诸塞拜会公司的总裁——并且了解到公司正在考虑一项特别红利计划以减少其现金储备，价值很可能为每股50美元。巴菲特根本不知道红利计划是否针对他的购买行动所做出的反应。他没有对公司施加任何直接的压力，而是把这次拜访当做是一次友好的事实探访之旅。但是，他的购买突袭应该是疯狂掠夺的一次警示，可能会引发对股价错位的更多专业研究。当然，巴菲特继续买入，在数周之内获得了2万美元的账面利润。

巴菲特很快成为格雷厄姆－纽曼公司的希望之星，在此期间也结识了那些将在巴菲特毕生的大部分时间与他一起工作的喜欢思考的年轻朋友。这些人中包括了沃尔特·施洛斯（Walter Schloss），他在巴菲特加入公司的时候是格雷厄姆－纽曼公司一名年轻的助理，不久之后他离开公司开始自己进行投资，以及汤姆·纳普（Tom Knapp）和比尔·鲁安（Bill Ruane），他们在别的公司工作，但是也是格雷厄姆的合作伙伴。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三人成功管理着的基金成为巴菲特在哥伦比亚大学的演讲中所引用的范例。另一位很有帮助的朋友是亨利·布兰特（Henry Brandt），这是一名年轻的股票经纪人，后来几乎成为巴菲特专用的投资人。

尽管巴菲特对他的工作感觉如此惬意，但是当他在1956年听说格雷厄姆准备退休的时候，他还是决定离开了。他获得了与纽曼的儿子在公司里面担任合伙人的资格，但是他仍然决定回到奥马哈。这个决定显然没有费什么周折。经常赶往白原市是一件很艰难的事情，他也很怀念奥马哈，而且最关键的是他来东部的目的是能够在格雷厄姆的领导下工作。巴菲特一家返回家乡的时候，正好是他进入26岁的时候。他没有工作，而且也没有找个工作的计划。但用今天的币值来算的话，此时的他已经是百万富翁了。

在格雷厄姆－纽曼这一段短暂的工作，很有意思地揭示了巴菲特毕生对格雷厄姆的尊崇，以及他对继承格雷厄姆－多德理论衣钵的急迫心情。事实上，他从来都不能算是经典的格雷厄姆－多德型的投资人。在巴菲特买入那些他很心仪的公司中的第一家，GEICO——这家公司今天依然是巴菲特投资组合的核心资产——的时候，他还是格雷厄姆的一名研究生。但是在当时，GEICO并不符合格雷厄姆的投资模型。前身为政府雇员保险公司（the Government Employees Insurance Company）的GEICO由两位企业家利奥·古德温（Leo Goodwin）和克里夫斯·雷亚（Cleves Rhea）在1936年创建，当时他们看到了向一级市场团体直接销售标准的保险单，而不用向保险代理机构支付佣金所带来的巨大的节约成本和降低价格的机会。（他们认为，政府雇员的生活态度远比一般群众

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

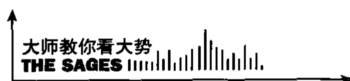
要严谨。）几年之后，当雷亚家族向机构投资者议价批量转让他们所持股份的时候，格雷厄姆－纽曼抢到了大量的股份，而且格雷厄姆出任了董事长。

巴菲特从格雷厄姆那里听说了这个公司。由于渴望了解他的偶像的所有事情，他拜访了这家公司，闯入了一名高管的办公室，自我介绍说是格雷厄姆的学生，并且与之就公司的事务进行了一次很长时间的谈话。（这名高管对巴菲特和他对保险的独到见解同样着迷。）巴菲特非常喜欢GEICO 的低成本、高增长以及保险公司在索赔支付前所产生的可供投资的资金这样的情况。他马上卖出了他股票组合里的大部分股票，投资于GEICO。但是 GEICO 在格雷厄姆最初议价购入后的稳定增长，使它完全不处于通常的格雷厄姆－多德“优质股票”的范畴。其市盈率仍然低于行业的平均值，但是它是一家由几大巨头主宰领域内的小型企业。巴菲特买的是一个引人注目的企业成长的故事，这与价值投资逻辑是完全相反的。

与他的可可豆交易类似，谨慎的格雷厄姆很满足于收获每股 2 美元的套利收益。巴菲特的股票购买战略则牵涉到一个对可可豆价格的很大的赌博。确实，外部的那些沉默的股票使资产价值对股票价格的比率提高了，但是像可可豆这样的商品价格会出现很大的波动，所以他冒着巨大的风险。

格雷厄姆也不会同意巴菲特对马萨诸塞巴士公司的拜访。格雷厄姆出席董事会会议，但是他认为股东和管理层是对立的双方。他认为，对敌方友善，有可能使自己独立的判断受到威胁。最后，格雷厄姆鼓吹极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



端的多元化，因而，如果他知道巴菲特把自己财富的绝大部分放入了单一的像 GEICO 公司这样成长型的新公司的股票上，他会相当震惊。

简单来说，巴菲特的投资风格并不符合这个模式。他的成功建立在独特的天才的基础上：这种罕见的对管理层和公司进行评估的能力，以及收集和处理海量信息，并且在瞬间切入业务核心的能力。他的投资风格与乔治·索罗斯截然相反，但是他们两人都拥有一种天才的素质，这种素质不可能从任何的教科书里学到。

合伙经营

当巴菲特带着家人回到奥马哈的时候，他的目标是通过用他自己的账户进行投资成为百万富翁。考虑到他拥有的 17.5 万美元的资本金，这个目标是现实的。但是他想快速实现，这就意味着他要掌控更多的资金，他要从朋友和家人那里募集资金——这可是风险很大的想法。苏茜的父亲投入了 25 000 美元，这是他毕生的积蓄。一位婶婶投入了 35 000 美元。巴菲特在沃顿商学院学习时的室友认为他是个乡巴佬，但是又很痴迷于他的金融才干，便投入了自己的 5 000 美元，以及属于其母亲的 25 000美元。巴菲特的姐姐和姐夫投入了 10 000 美元。这些人都不是穷人——在 20 世纪 50 年代中期，25 000 美元是一笔不小的财富，他们都已经是最优秀的中产阶级中的上层人士了。如果巴菲特输掉了苏茜父亲的所有积蓄，我们不难想见这对巴菲特的婚姻会造成多严重的紧张状况。但是他似乎对自己没有丝毫的怀疑。正如他告诉他的传记作者艾丽斯·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

施罗德（Alice Schroeder）的："这些都是信任我的人。如果我当时想到过我可能输掉这些钱，我根本不可能会去用我的婶婶或者我的姐姐和岳父的钱。在那个时候，我根本没有想过我会在某一段时间内亏钱。"

他与别人最初的合伙关系既非同寻常地公平，又非同寻常地严格。巴菲特没有收取以资产为基础计算出的管理费；最初的4%的盈利完全属于投资人，而超过这个部分的所有利润的一半归巴菲特。最不同寻常的是，巴菲特还承担全部损失的四分之一，没有底线。投资人对于这个非常慷慨的条款要做出的让步是巴菲特只提供最小限度的与投资组合有关的信息，这条规则他对所有投资人都保留了很多年。关于具体的投资，他根本不报告任何的具体情况。（在市场衰退期间对那些心存疑虑的投资人电话的担心几乎让他病倒。）然而，对总体的业绩和费用分摊，他会公布一份年度报告；在报告期间，会有一个短暂的时间窗口让那些有疑虑的投资人赎回他们的投资。他自己的资金——超过了所有合伙人的总和，由他单独进行管理，目标是为他提供每年12 000美元的生活费支出。

合伙的第一年，现金回报是4 500美元，或者说是年收益超过了7%。（资金安排始于5月。）同年的标准普尔500指数的收益是大约3%。因此，在巴菲特进行了费用分摊后，合伙人分到了5.5%的收益——这不算是辉煌的胜利，但是也相当可观。巴菲特所占收益是1.5%，这是他留在合伙基金里的部分，他一直这样保持了很多年。

客户的基础开始增强。1956年9月，格雷厄姆推荐了他的一名老客户，此人在一次横跨美国的旅行中到访了奥马哈，并与巴菲特进行了短暂的交谈，随后这名老客户给巴菲特送去了12万美元。巴菲特在哥伦比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亚大学的时候碰到并留下了深刻印象的一位知名的纽约基金经理把他推荐给了一位杰出的奥马哈泌尿科医生。这位医生及其妻子拜访了巴菲特，他们认为巴菲特看上去还乳臭未干。但是他们喜欢他的单刀直入，他清晰的思路以及他公平的条款；他们给了他 10 万美元。那些有钱的奥马哈人也开始听到他的名字，并进行了投资。全部这段时间内，巴菲特整天把自己关在家里，从根本上说，无论家人是否在家，他都是在独自工作——认真阅读穆迪的报告和公司的年度报告。他最大限度地降低费用，自己承担全部的书面工作和记账任务，把越来越多的股票证书从银行的保险柜里搬出搬进，为的是尽量在他的脑子里还有鲜活的印象的时候，把所有微小的细节全部串联起来。

巴菲特希望能筹到大量的资金。他对那种被动的高度分散的格雷厄姆模式没有什么兴趣，尽管通过这种模式，他的朋友沃尔特·施洛斯在纽约取得了很大的成功。巴菲特更愿意集中关注少数几家他真正信得过的公司，而且掌握足够的股份，从而能够在他认为业务偏离正轨的时候表达自己的意见。

桑伯恩地图（Sanborn Map）公司是不断完善的巴菲特模式中的一个早期范本。这是一个毫无生气的公司，但是拥有价值超过其股价 40% 的投资组合。这非常有吸引力，但是如果投资组合一直被锁定在一家价值被低估的企业里，它对于股东来说则一文不值。于是巴菲特取得了大股东的地位，投入了他所管理基金总额的三分之一，并聚集了朋友和业务圈里的熟人作为联合投资者，一直到他的集团收集到了足够多的筹码，选举他进入了董事会。他参加了一次董事会，并且发现这个董事会简直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个老顽童俱乐部——主要是持有少量桑伯恩地图公司股票的保险公司管理人员。他们认为顺其自然是最好的。

受此刺激，巴菲特扩大了他的网络，组织足够的股份来获得控制地位。在不止一次的没有任何结果的会议之后，他威胁要召开一次特别股东大会来解散董事会。董事会示弱了，并提出了一份普里茨克/可可豆类型的交换方案。投资组合在所有的股东之间进行公平的分配，他们有权用他们的股份去交换这些配额，从而锁定了很大的利润。

使桑伯恩地图公司就范花了一年多的时间，而且有时候，这种情况下只有付出没有回报，但是这也表现出了巴菲特的另一面。他在面对别人的时候总是表现得畏首畏尾，而且非常不愿意解雇雇员，但是如果他所持有的股份中出现触犯其股东利益的情况，他会毫不犹豫地跳入战壕，坚决反击。

名声逐渐传开了，甚至连奥马哈最多疑的那些人也都跃跃欲试。经过 4 年的时间，即到了 1960 年，他的投资者已经实现了 24% 的年收益，而同期的道琼斯工业平均指数只是达到了 9% 的年收益。巴菲特对获得的收益进行再投资后，已经将他在基金中的份额推升到了 25 万美元。再加上他自己的投资组合，他已经接近百万富翁的目标了。现在已经是时候找一间合适的办公室，并且找几个人来帮着处理一下文秘方面的工作了。他在奇威广场（Kiewit Plaza）找了个地方，也就是他今天仍然在用的同一个地方。他所有的合伙资金与他自己的投资组合并成了一个单一的实体，巴菲特合伙有限公司（BPL）。

这次重组发生的时候，市场正在发生着变化，其变化的方式可能是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为有着巴菲特这种天分的人创造出一种虚幻的美好前景。1962 年出现了一次很激烈的市场修正。巴菲特合伙有限公司相对来说算是毫发未损，因为它拥有大量的“干粉灭火剂”，而这次修正留下了大量被严重低估的股票。这就是按照著名的格雷厄姆格言采取行动的时候：“当别人贪婪的时候，要小心，而当别人小心的时候，就要贪婪。”

一个建设性的贪婪机会由美国运通（American Express）适时地提供了。它所附带的一项业务是为新泽西大豆油油罐场的储油罐出具收据证明。一位名叫托尼·迪安吉利斯的交易商用装满了海水的油罐当做大豆油，骗过了美国运通的人员。当 1963 年秋天突然出现大豆油价格下跌的时候，迪安吉利斯的欺诈露出了马脚，给美国运通留下了高达 1.75 亿美元的亏损。公司的股票呈自由落体式下跌，所有人都担心它可能破产。

然而，美国运通的主要产品是“旅行支票”，以及在塑胶卡片时代初露端倪的高端信用卡业务。旅行支票是一种安全的货币形式。你按面值购买，可以在几乎世界上所有有一定规模的城市所设立的美国运通的办事处兑现。任何让他的客户按部就班地支付免息的现金预付款的业务，都会使巴菲特的心跳加快，在后迪安吉利斯时代股票价格崩盘后更是如此。当约翰·肯尼迪被刺杀的时候，巴菲特正准备开始进行更近距离的细致的研究。市场遭到了重创，美国运通领头跳入深渊。

巴菲特给自己在纽约的经纪人伙伴亨利·布兰特打电话，请他去进行实地的调查。布兰特在随后的几天中在百货商店闲逛，守着旅馆的结账柜台，拜访旅行支票现金兑换点。他回来后写出了一份很厚的报告：旅行者和老到的购物者都在正常使用他们的美国运通支票和信用卡，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

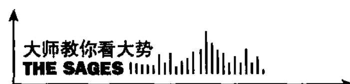
们的做法顺理成章。没有人对股票出现问题这一事实有任何的疑虑，他们甚至根本就没有这方面的意识。

巴菲特认真考虑了这个信息，随后向他的合伙人报告说他有了一个“成功概率很高的想法”。他发现了一个非格雷厄姆式的有关“特许权”或者“品牌”，也或称“商誉”价值的非账务方面的概念。在富裕的美国人中，认为美国运通的产品是日常交易中不可或缺的组成部分的那些人的比例越来越高。这部分是真正重要的资产，其作用远高于资产负债表中的存货或者是现金。基于这样的认识，他后来告诉他的合伙人：“这是让收银机欢唱起来的真正原因。”曾经在某一时点上，他的投资组合中三分之一的资产是美国运通。1965 年，合伙公司的每股收益相当接近 24%。

在这段时间里，巴菲特进行的主要交易是买入了一家中型的新英格兰纺织企业，名为伯克希尔·哈撒韦（Berkshire Hathaway）。这家企业完全符合格雷厄姆和多德所著《证券分析》提出的标准——稳定、单一、低价格/资产比率。巴菲特花费了大量的时间和精力试图让它成功，但是时代和生产方式正快速地抛弃伯克希尔·哈撒韦这种类型的企业，尽管巴菲特在数年之后才肯承认他无法使它成功运营。（价格/资产比率让格雷厄姆的信奉者如此痴迷，以至于错过了像技术变革这样的浪潮。）他在 1965 年获得了公司的控制权，这是在返回奥马哈并且开始了首次以家族和朋友为主的合伙经营 9 年之后。到了这个时候，他管理的总资产已经超过了 5 000 万美元，而巴菲特个人资产的净值大约在 900 万美元。

于是，他开始考虑新的业务模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一笔10亿美元是最困难的

1968年，道琼斯工业平均指数跌破1 000点大关，巴菲特开始出售他的那些高风险资产，比如美国运通。他认为一轮长期的衰退正在到来，而且面临烦恼：他的那些有条件的合伙人对他们很可观的财富永远不断地增长下去充满期盼。巴菲特当然很喜欢衰退；这是他最擅长发挥的围猎场。但这也可能意味着他的合作伙伴们在相当长的一断时间内会收入平平。所以，在1969年，在道琼斯工业平均指数跌到800点的时候，他决定解散他的投资工具——巴菲特合伙有限公司。

巴菲特当然继续着他自己的投资，并主要关注于那些把现金用于更多投资的企业，比如蓝筹公司（Blue Chip)，这是一家从事邮票交易的公司——各家店面向它购买邮票，而这家公司可以使用这些资金，直到赎回为止。同样的模式出现在一家伊利诺伊银行和一家内布拉斯加保险公司，对这两家公司，巴菲特都已经跟踪了很多年。(巴菲特评估保险公司的方式是根据他要为“准备金”——为应对未来的支出所留出的保单持有人的现金——支付多少钱来决定他是否能够投资。当准备金富余的时候，这项保险就是成功的。）他还在大多数人非常不看好的情况下投资了服装零售业，而且开始涉足传媒业，即奥马哈的《太阳报》(*Sun*)，以及参与一家有些中立偏左的杂志《华盛顿月刊》(*Washington Monthly*) 的创刊。这两家企业在金融方面都没有太大的意义，但是让他过足了舆论监督的瘾，《太阳报》在1972年曝光了在内布拉斯加天主教儿童村以弗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

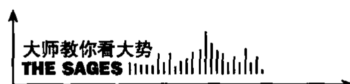
拉纳根神父的名义隐匿的巨额资金——这次报道行动为这家报社赢得了普利策奖。最终，由于他对伯克希尔·哈撒韦的未来失去信心，他开始关闭那些盈利状况不好的分部，把它变成了从事保险和银行投资的控股公司。

1972 年还是乔治·古德曼（George Goodman）(以亚当·史密斯的笔名）出版《超级货币》(*Supermoney*）的时间，这本书受到了盛况空前的欢迎。这本书专注于那些热门的新的投资组合经理人以及新的数学投资技术。但是古德曼嗅到了投资热潮中缺乏常识的危险性，他曾经也找过格雷厄姆，后者介绍他去找沃伦·巴菲特。古德曼书中很长的一个章节的大部分是写巴菲特的，而且他是第一个描绘出这位天真羞涩、谦逊自然、简单朴实的哲学家肖像的人，这让所有的那些城市骗子望尘莫及。

这个时候，巴菲特也遇到了一名情投意合的合伙人——查理·芒格(Charlie Munger)，比巴菲特大 6 岁的加利福尼亚律师，祖籍在奥马哈。两人在 1959 年经人介绍认识，随即就有一种相见恨晚的感觉，他们的思维方式几乎是一样的。多年以来，他们独立经营，但是一直都保持着联系，经常共同投资。例如，芒格引入了邮票交易的项目。在 1983 年公司再一次重组之后，芒格成为伯克希尔·哈撒韦的第二号人物，尽管他的持股从来没有接近过巴菲特的水平。从这个时候起，巴菲特在给股东们的信件中，通常采用“查理和我认为——”这样的形式。

随着巴菲特合伙有限公司的面纱慢慢揭开，这些有条件的合伙人才第一次知道他们实际上持有了一些什么样的股票。在几年间令人目眩的高回报之后，这个看起来非常卑微的小组合有些令人难以置信。他们在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一家纺织企业中占有很大的份额，巴菲特认为它本身的价值不是很高，但是它持有银行和保险公司的股份；还有蓝筹公司，蓝筹公司内部拥有零售业务，但是基本上是一个空壳，只是持有刚刚撤出来的现金；最后是没有多少金融意义的为数不多的传媒企业。另外，他们所持有的有些股份是没有注册过的，所以无法在股票交易所出售。

巴菲特提供给这些有条件的合伙人的选择是，要么以现值变现，要么在公司里持有他们相应比例的股份。他建议，如果这些合伙人以现值变现，他们可以考虑投资股票指数基金或者蓝筹债券。而且，尽管他绝对希望他们进行变现，因为这样的话可以提高他在投资组合里的份额，但是他还是尽职尽责地告诉他们他的想法是继续持有股份，而且如果可能的话，再多买些。在处理完这些问题之后，算上那些转来的股份，再加上他持续地买入，巴菲特所持有的投资组合里的那些公司的股票翻了一番还多。

而且，很自然地，巴菲特继续买入，对象包括时思糖果（See's Candies)，一家盈利状况很好的由芒格领衔收购的加利福尼亚公司（由于他们对组织结构图没有兴趣，他们仍然坚持蓝筹公司的模式)。而且，巴菲特充分利用由《太阳报》获普利策奖所开创的新网络所带来的便利，购买了更多媒体企业的股份（有的放进伯克希尔·哈撒韦公司，有的放进蓝筹公司)。巴菲特也开始累积《华盛顿邮报》的股份。在《华盛顿邮报》对水门事件的调查搞得如火如荼的同时，它最赚钱的电视资产很可能会遭到出于政治动机而进行的监管打击，使其股票价格受到重创。报纸的发行人凯瑟琳·格雷厄姆（Katherine Graham）在听说巴菲特正在买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入的时候非常吃惊，担心他是恶意收购者。此时的巴菲特已经收购了12%的股份，他只是简单地写了一份书面保证，表示没有凯瑟琳·格雷厄姆本人的同意，他不会再购买额外的股份。（他非常清楚，这个公司的资本结构使恶意收购根本没有成功的可能。）巴菲特和凯瑟琳·格雷厄姆很快成为了最亲密的朋友；他在华盛顿邮报公司的董事会里获得了一个席位，而且是在进行重要的业务决策时后者会寻求建议的第一人。从她这方面说，她也在社交方面向巴菲特伸出了援手，力图给他镀点金，而且引导他进入了权力中心的核心圈子。

《华盛顿邮报》在很长的一段时间里为巴菲特提供了非常好的服务。但是他最喜欢的20世纪70年代的投资是GEICO，这家公司是他还在哥伦比亚大学上学的时候的“初恋”。GEICO是巴菲特最爱的那种现金机器类型。在他事业起步的时候，他就将他仍然有限的财富的大部分投到了公司里，但是当更有利可图的机会跑到他的办公桌上的时候，他最终还是撤资了。到他的资金压力不是很大的时候，GEICO的股票价格已经高过了他的安全边际。

GEICO的成功是建立在低成本、低定价保险的基础上。但是在投机盛行的20世纪60年代，GEICO追求增长，几乎对所有提出申请的人都出售低价的保单。到1974年，它在汽车保险业攀升至第5的位置，股价达到了每股61美元的顶峰。失控的保单在1975年惩罚了它，公司出现了惊人的1.9亿美元的亏损。次年，其股票价格回到了个位数，并且面临来自哥伦比亚特区的一级监管者要求公司停业的威胁，公司董事会解散了管理班子，在5月任命了杰克·伯恩（Jack Byrne），一位经验丰富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的能够扭转乾坤的保险业内人士。

伯恩掀起了一阵旋风。他裁减大约五分之一的人员，关闭了那些没有盈利的州的业务，休整并重新定位业务流程，而且到第四季度实现了小额的盈利。监管者对此很是满意，但是公司需要资金。巴菲特很认真地进行考察，并且请凯瑟琳·格雷厄姆（她认识伯恩）介绍他们认识。伯恩从来没有听到过巴菲特的名字，因而没有什么兴趣。但是 GEICO 的老领导洛里默·戴维森（Lorimer Davidson），也是董事会成员和前首席执行官，曾经对本杰明·格雷厄姆这位年轻的信徒有关保险的认识留下了深刻印象，而他同样也是 GEICO 高层管理人员。在听说伯恩怠慢了巴菲特后，他告诉伯恩马上去找到巴菲特——关于他所用的语言，有各种五花八门的版本。

投资 GEICO 成为后来巴菲特大规模收购模式的典型范例。他首先与伯恩一起共度了几个小时，表面上是在提问，实际上是评估伯恩对公司和业务的理解。然后他开始悄无声息地收购股票，此时股价在每股 2 美元附近浮动。巴菲特通过让伯克希尔·哈撒韦投资组合里面的一家再保险机构提供一些再保险（对保险公司的风险进行保险）来帮助公司解困，并且拜访监管者，告诉他们他个人投入了大量的现金到 GEICO。他们知道他对投资很谨慎，所以也会放松对 GEICO 的部分监管。

然而，资金依然是最主要的问题。伯恩一次又一次地拜访投资银行，但是鲜有成效，一直到第二轮尝试的时候，在一个职位不高的银行家的帮助下，他才得到了颇具传奇色彩的所罗门（Salomon）的老板约翰·古弗兰（John Gutfreund）的接见。这是一段美好的时光。所罗门是一家债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券销售企业，但是有意于冒险进入利润更为丰厚的股权业务。在经过了长时间的讨论后，古弗兰同意以 7 600 万美元代理整个交易。这对所罗门来说风险是很大的，与当时几乎所有的投资银行一样，它只是一家资本有限的私人合伙机构。为了支持这项委托，巴菲特拜访了古弗兰并且表示，如果需要的话，自己可以承担全部的工作。如同他的典型做法，他也让所罗门降低了报价。

这只证券销售得如此之好，以至于巴菲特尽了很大的努力也只拿到了大约四分之一。但是他在 GEICO 获得了董事的席位，而本杰明・格雷厄姆毕生的积蓄仍然放在这家公司里。很遗憾的是，格雷厄姆在交易就要完成的时候去世了，因此他永远也无法知道他的资产是怎样通过巴菲特的干预而获益的。尽管巴菲特做了 GEICO 多年的控股股东，但是他一直到 1995 年才全部接管，因为这个时候他需要拿出数十亿美元的低成本现金持续地投入伯克希尔・哈撒韦的收购活动中。融资完成后 GEICO 股票价格的急剧上升对巴菲特在 1976 年的投资业绩达到惊人的 59% 做出了很大的贡献。

然而，20 世纪 70 年代早期的成功在相当程度上受到了美国证券交易委员会对巴菲特和芒格的投资方法进行影响深远的调查的制约。所有的怀疑最终聚焦到控股公司那非常随意的组织结构上，这种情况看上去就像是有意要扰乱视听，似乎他们想掩盖什么事实。最引人注目的交易是 1973 年购买加利福尼亚一家名叫威斯科（Wesco）的储蓄贷款企业。

威斯科是一家公开上市交易的企业，但是创始家族持有大量的股份。董事会中的最后一名家族成员贝蒂・彼得斯（Betty Peters）对暮气沉沉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的管理层非常恼火，因而开始推动出售或者并购。巴菲特和芒格看到了这个公司经营状况非常稳固，有很好的现金流，成本和股价低，因此开始收购股份。他们的计划突然停止，因为有声明说威斯科可能被一家受到华尔街追捧的高速成长，但华而不实的加利福尼亚储蓄贷款公司收购。巴菲特和芒格是老到且抱负极大的投资者，他们认为威斯科被贱卖了。他们最后说服彼得斯阻止了这场收购，这让董事会惊诧不已，因为是她最先提出并购意向。威斯科的股票成了死水一摊。巴菲特和芒格本来可以以非常低的价格购买，但他们不仅没有趁火打劫，而且相反，他们报出的价格大致上达到了这次夭折的并购之前的水平。当然，他们本来并没有这样做的义务，而且这种做法也严重偏离了他们通常的那种手很紧的方式。但是他们觉得对彼得斯负有责任，希望她和她的股东们能够全身而退。威斯科的股份被放到了蓝筹公司；芒格在管理着蓝筹，尽管它最大的股东是伯克希尔·哈撒韦，而且伯克希尔·哈撒韦也对威斯科提供了很大的帮助。

美国证券交易委员会的调查人员想不通的是，巴菲特和芒格为什么一反常态，不是用他们惯常的以最低价格出手的方式，而是对一项已经落入他们手心的收购支付超过正常价格 50% 的高价。他们怀疑，这次收购中发生了某种类型的人为操纵。以前出现过这种类型的法庭调查，但是如果没有板上钉钉的投机倒把行为的证据，它们几乎永远都不可能结案。这项调查持续了数月。巴菲特和芒格两人提供了详尽的证词，他们没有要求律师帮助，而是自己解释他们是怎样工作的，以及他们内部安排的非正式性，而且他们有些理屈地辩解说，支付过高的价格是正确的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做法。巴菲特非常担心——他跟凯瑟琳·格雷厄姆讨论在华盛顿邮报公司董事会获得席位的问题正处在关键的时刻，而且他对自己的名誉异乎寻常地重视。但是，正像芒格告诉过他的："如果一位警察已经跟踪了你500英里，你肯定就会收到一张传票。"

最终，美国证券交易委员会相信了他们的说法，只是做了最无关痛痒的处理。巴菲特和芒格同意对他们那杂乱无章的控股公司的关系进行清理，在既没有承认也没有否认任何问题的情况下，他们承诺无论事情的真相是什么，都不会再次发生这样的问题。调查的消息当然还是不胫而走，但是美国证券交易委员会意图明显地给了巴菲特一个事实上的认可说法，在调查结束两周之后任命他进入一个顶级的委员会。

在很久之前的1983年就做出的重组承诺最终将所有不同的业务归并到了一家单一的控股公司，伯克希尔·哈撒韦，沃伦·巴菲特出任董事长，而查理·芒格出任副董事长，而且巴菲特强调他和芒格两人是联合经理人。公司主要的业务包括七大板块：一家保险集团；一家报纸，《布法罗晚报》(*Buffalo Evening News*)；内布拉斯加家具卖场；一家糖果公司；威斯科；精密钢材，一家小型的特种钢材加工企业；一家储蓄贷款公司（精密钢材和这家储蓄贷款公司都由威斯科所有）。

《布法罗晚报》是伯克希尔·哈撒韦的并购中大动干戈的一次。巴菲特和芒格一直在寻找一个拥有单一报纸的城市，这是一种他们比较青睐的特许权类型，巴菲特有时把这种情况比做是"收费桥梁"。布法罗有两家报纸，但是《布法罗晚报》作为一家晚报，具有较强的优势，尽管它的竞争对手出周日版。伯克希尔·哈撒韦以3 500万美元买下了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《布法罗晚报》，而且马上开始出周日版。竞争对手以含糊的反托拉斯的说法提起诉讼——声称一家外来的投机集团进城来将竞争引入非商业领域，试图在得手后提价。一家当地法庭对此进行裁决，因而，《布法罗晚报》在司法限制下不顺当地前行了几年，巴菲特甚至做好了整个事件不了了之的准备。上级法庭驳回了当地的裁定，竞争对手最终关门走人。巴菲特和芒格最终拥有了他们的“收费桥梁”，但是他们还得再制服一场酝酿中的危急的罢工风潮。这一切都是值得的，《布法罗晚报》在1984年产生了2 700万美元的营业利润，几乎达到了收购价格的80%。

内布拉斯加家具卖场是完美的巴菲特企业。古德曼在《超级货币》一书中讲到了他在1969年拜访巴菲特时的情况：

> 我们驱车驶过奥马哈的大街，经过了一家大型的家具卖场。我不得不在故事中使用字母，因为记不清这些数字。“看到那家卖场了吗?”巴菲特说，“这真是一项非常好的生意。它拥有a平方英尺的场地，年销售额是b，存货只有c，而资本回报率达到了d。”
>
> “为什么你不买下来?”我问道。
>
> “这是家私营的企业，”巴菲特说。
>
> “哦，”我说。
>
> “但是我会想办法买下来的，”巴菲特说，“某一天吧。”

他做到了，这个时间是1983年。这家店由“布夫人”——罗斯·布卢姆金（Rose Blumkin）和她的家族经营。在1984年，布夫人是91岁，而且一天24小时，每周7天都待在店里。巴菲特很敬重她。他告诉他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东们说："布夫人……在一天内做的决策可能比大多数首席执行官一年做的还要多（而且也更好）。"正如他对他的这次全额收购进行描述时所说的："（这个企业）过去从来没有进行过审计，而且我们也不需要进行审计；我们不需要接收库存，也不需要确认应收款；我们不用检查资产权属。我们开张 5 500 万美元的支票给布夫人，她做出她的承诺。这是一场公平的交易。"

他继续说道：

> 很多人都问我布卢姆金家族把哪些秘密带进了他们的生意里。这些都不是什么太深奥的道理。家族的全部成员：（1）让自己充满热情和精力，其程度使本杰明·富兰克林和霍雷肖·阿尔杰（Horatio Alger）[①] 在他们面前看上去就像是小学生；（2）以异乎寻常的现实主义精神确定他们具有特殊能力的领域，而且对该领域内部的所有事务采取决定性的行动；（3）忽略这个领域之外任何有诱惑力的建议；（4）不带任何欺瞒，以高水准的方式对待与他们进行交易的每一个人。（布夫人将其高度概括为"廉价销售讲真话"。）

这是一副良方。1984 年，卖场的营业利润是 1 450 万美元，是购买价格的四分之一强。唯一表现差强人意的是保险集团。伯克希尔·哈撒韦那非常好看的资产负债表在保险方面具有很强的竞争优势，而 GEICO 持续产出了稳定的现金流。投资活动也很积极。然而，GEICO 以外的那

① 19 世纪美国的多产作家。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些公司却出现了大量的保险赔付。意识到预估再保险和伤害险的赔付率要比财产险更难——特别是司法裁定出现走高的趋势——巴菲特仍然对这个结果“很难接受”。伤害险支出合计4 800万美元，而投资收益仅为6 800万美元。这个部门总体来说是盈利的，但是盈利应该远高于这个数字。

除了经营的业务，伯克希尔·哈撒韦还拥有一个价值12亿美元的股票投资组合（购买成本不足6亿美元）。所涉及的股票只有10只；其持股最多的3家公司是埃克森（Exxon）、通用食品和时代公司。总体来说，伯克希尔·哈撒韦的账面价值刚过30亿美元的大关。其中，巴菲特拥有了超过三分之一。更为幸运的是，他最终找到了一个人，阿吉特·简（Ajit Jain），他的加入解决了困扰巴菲特的保险集团问题，让这个现金机器能够从此基本上以巴菲特一直所希望的方式运转。

奇妙的复利

当巴菲特着迷于复利的奇妙之处的时候，他还是个孩子。投资1 000美元，按每年10%的复利计算，20年后就可获得超过6 700美元。如果复利率翻一番至20%，你得到的就将超过38 000美元。如果你从10亿美元而不是几千美元开始，而且维持一个较高的复利率，事实上你就会变得非常富有。

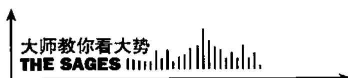
进入福布斯亿万富豪行列——巴菲特是1985年仅有的14人之一——为他打开了机会的闸门。收购风潮、声名狼藉的“贪婪的10年”，使他达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了黄金年代的顶峰。这个时候，几乎所有的公司都陷入了你死我活的拼争中。遭受攻击的高级经理们开始把伯克希尔·哈撒韦看成是风暴中一处潜在的避风港。汤姆·墨菲（Tom Murphy）是资本城（Capital Cities）的掌门人，这是一家传媒连锁企业，是由他亲手打造出来的一个中等规模的电视帝国。他也是巴菲特相交多年的老朋友，巴菲特尊重他的诚实、他的工作伦理观以及他在收购过程中的娴熟技巧。ABC（美国广播公司）网络在困境中挣扎的时候，遭遇了恶意收购的威胁，它找到墨菲充当“白衣骑士”收购者的角色。他咬下了这个诱饵，随后寻求巴菲特就为此项目进行融资所提出的建议。正如他所希望的，巴菲特说他需要一位友好的“暴徒”投资人，这个投资人要足够强大，才能阻击这次袭击。而且，是的，巴菲特很高兴来扮演这个角色。伯克希尔·哈撒韦于是占有了当时历史上最大的传媒交易额的15%，这笔交易的对象是ABC，其拥有几十家电视台和广播电台，50个以上的有线网络系统，以及接近100家出版社。如此重大的行动自然引起了重量级选手的关注，比如明星银行家杰米·戴蒙（Jamie Dimon）和出版业大亨沃尔特·安南博格（Walter Annenberg），两人都因为认识巴菲特而各得一分。巴菲特也从其他的狂热的收购中获益匪浅。伯克希尔·哈撒韦在通用食品中拥有大股东的地位，当菲利普·莫里斯（Philip Morris）在1985年抢购它的时候收获了3.32亿美元的利润。到了1987年，巴菲特已经是相当于两个亿万富翁的分量。

出于本能，巴菲特不信任杠杆化的收购狂热。股东权利对于他来说几乎是一种信仰，这一点与格雷厄姆很相似。在巴菲特看来，收购型基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金的领导人是在将大量的财富从企业和股东手里转移到他们自己和他们的团队手里。出售股票的股东或许会得到一笔横财，但是公司却可能背上债务，投资人会抽走交易和管理费用，而剩下的股东、公司员工或者次级债券持有人最终将吞下苦果。收购方的企业喜欢大谈特谈“构建财富”，但是金融工程更通常的情况是重新分配财富，只有很偶然的情况下才会出现产生财富的方式。好处是金融买家几乎总是关注于“能拿走什么”——交易的经济层面，也就是说，通常会制造出通过公开的股票报价或者公司收购而产生的出售机会。过分强调快速出手将经理人推向了短期的门面装饰，就像炒作二手房的炒房者所做的刷油漆工作一样。巴菲特相信，你只可能通过建立公司来创造财富，而这需要进行长期的努力才能够实现。

巴菲特进行收购的方式体现在斯科特·费泽（Scott Fetzer）的案例中，这是一家俄亥俄的企业集团，销售的商品从百科全书到真空吸尘器，包罗万象。巴菲特一直关注着几乎所有重要的上市企业，他知道这家公司的盈利情况，也知道它的管理层勤勤恳恳而且很保守。公司的首席执行官试图实施一场杠杆收购，这一举动马上引起了一个著名袭击者的注意。从奥马哈那个洞察一切的指挥所发来了一封信：“我们不做不友好的交易。如果你想进行一次并购，请给我电话。”这项交易以4.1亿美元现金达成，正符合巴菲特的心愿。斯科特·费泽交易的规模，相当于巴菲特和芒格在20世纪70年代所从事交易的10倍，这样的规模逐渐成为一种司空见惯的情况。

随着遭遇威胁的公司都忙不迭地“投奔”巴菲特的门下，他开始获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得掌控着"一场绅士般的保卫战"的内幕人士的名声。他占领阻击位置的条件通常都是很严格的，甚至到了苛刻的地步：他通常占有高收益而且条款很慷慨的可转债，总回报率通常都远高于其他的任何投资者。格雷厄姆应该不会同意这种做法，但是巴菲特可能会分辩说他没有放宽他的原则——他只是为他的投资获取全部的价值，而且他也不会仅仅因为能够得到有吸引力的价格就接受一家疲弱公司的请求。

实际情况也不尽然。1989 年，两项非常刺激的袭击—阻击交易摆到了他的面前，一项来自吉列（Gillette），另一项来自美国航空（U. S. Air），他两项都接下了。吉列的交易最终赚了很多钱，而美国航空则是一个灾难。但是，巴菲特最大的魅力之一就是他从来不找借口。正如他告诉他的股东们的：

> 最差的业务类别是快速增长，需要大笔的投资去产生增长，然而却只赚得很少一点钱，甚至是不赚钱的那一种。想想航空业……事实上，如果一位有远见的资本家曾经出现在基蒂霍克[①]，他应该会击落莱特兄弟的飞机而给他的后人们帮个大忙。
>
> 航空业自从首次飞行开始，对资金的需求就一直无休无止。投资人把大把的金钱不停地投进这个无底洞……而我，无地自容，在我 1989 年决定让伯克希尔·哈撒韦购买美国航空的优先股之时，也参与到了这个愚蠢的游戏之中。在我们支票上的墨迹逐渐变干的同

① 美国北卡罗来纳州东北部一村庄，位于阿尔伯马尔湾和大西洋之间的沙质的半岛上。附近有基尔德弗尔高地，即莱特兄弟的首次飞行成功的地点。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，这个公司则进入了一种失控状态，很快，我们就没有再收到过优先股红利。但是同时我们也非常幸运。在一次对航空业的周期性的热情爆发之际——不过这种情况总是被误导的——我们能够在1998 年彻彻底底地售出我们的股票，而且获利颇丰。在我们脱手之后的 10 年间，这个公司启动了破产程序。而且是先后两次。

对于巴菲特个人来说，最致命的交易是所罗门。让我们回溯到 1976 年，所罗门的老板约翰·古弗兰曾经帮了巴菲特一个大忙，他出面为苦苦挣扎中的 GEICO 的筹资进行担保。10 年之后，所罗门跃入了顶级的投资银行的行列，而古弗兰获得了“华尔街之王”的桂冠。业务线以及支出四处开花。不可避免地，随着华尔街热潮的消退，所罗门发现自己战线拉得太长，经营不善，而且控制不足。随后在 1986 年，一家在百慕大注册的名为米诺高（Minorco）的南非公司宣布，计划将其股份出售给罗纳德·佩雷尔曼（Ronald Perelman），一位非常著名的公司袭击者，而米诺高持有所罗门控股规模的股份。

面对自己老板的反叛，古弗兰给巴菲特打了个电话，巴菲特马上做出回应，认购了 7 亿美元的优先股，尽管他提出了典型的高昂回报的要求——计算红利，以及类似的股票转换特点的价值，按照这个计划的设计，他要将全部收益的 15% 拿走。所罗门的银行家们得知这个条件时惊呆了，但是，在面对选择巴菲特还是佩雷尔曼的问题的时候，他们还是选择了巴菲特。

对所罗门的收购完全是一项好朋友之间的交易。巴菲特不喜欢华尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

街，但是他是一名商人，而且喜欢所罗门的交易业务。但是他厌恶复杂的交易，复杂的设计，特别是新型的衍生产品。他认为这些做法加大了风险，而且过多地把不应得的收入从公司和劳动者身上转移给了那些整天坐在玻璃幕墙的大厦里的衣冠楚楚的人。不过尽管他对华尔街很反感，他仍然很高兴为他的朋友古弗兰下注。

他在交易中的喜悦很快就无影无踪了。古弗兰为了支撑公司采取了非常强硬的步骤，放弃了盈利的业务，解雇了几百名员工，冒着风险收缩业务。随后，像其他公司一样，所罗门在1987年股票市场崩盘时遭到了重创。股票价格急剧下跌，尽管巴菲特丰厚的优先股红利没有什么危险。随后在巴菲特出席的一次薪酬委员会会议上，委员会投票通过了为员工的股票期权重新定价，以便使他们不受到衰退伤害的决议。巴菲特被完全激怒了——因为股东被伤害了！为什么员工要成为一个特权阶层？基于这个观点，尽管他留在了董事会里，但是他变成了一个消极的角色。他仍然喜欢古弗兰而且也不担心其投资，但是他对业务的兴趣一点儿都没有了。

对所罗门现实的失望由于伯克希尔·哈撒韦投资组合里的其他资产惊人的业绩而有所缓解。在这个10年快要结束的时候，巴菲特和芒格开始买入大量的可口可乐股票。这是又一个不符合正常的格雷厄姆投资标准的公司，但是由于他们看到可口可乐公司开始将其特许经营权延伸到了世界上最偏僻的地方，他们仿佛看到了未来盈利的源泉——而且这个判断非常正确。伯克希尔·哈撒韦在1989年出售这些股票的时候，获得了15亿美元的账面价值，或者说收益达到了44%。这为公司带来了一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金 10 年：在 1980 年 1 月 1 日投入 1 000 美元到伯克希尔·哈撒韦，到 1989 年年底的时候价值 12 774 美元。

最困难的时期

然而，在所罗门上的投资再次困扰了巴菲特，导致了他的投资生涯中最困难的时期之一。现将其重大事件以非常浓缩的方式表述于后：

所罗门是“一级交易商”，是少数几家有权在政府的债券拍卖时直接投标的精英公司之一。其他所有的交易商从一级交易商那里购买它们的债券。为了避免一家一级交易商垄断市场，政府规定每家公司获得的可以转售的份额不超过 35%。后来，部分是由于所罗门的赌博，致使规则更加严格，所以，一级交易商的投标份额甚至不能超过 35%。然而，这项投标限制不适用于代表其客户所进行的投标。

1991 年 2 月，所罗门的政府债券办公室的负责人，一名年轻的名叫保罗·莫泽尔的交易员，以虚假的客户账户进行投标，购买了超额的份额。4 月，他接到通知说政府正在调查这些交易，而且他随后也告诉了他的老板约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）有关长期资本管理公司（简称 LTCM）的事情。梅里韦瑟向其他高管中的少数几个人通报了这件事，并向古弗兰做了汇报。他们所有人都认为应该马上向监管部门汇报，但是谁也没有这样做。（这个过失主要落在了古弗兰的身上，因为相关的规定要求他马上向纽约联邦储备银行行长 E·杰拉尔德·科里根报告。）莫泽尔辩解说这是他唯一的一次过错，保证以后永不再犯，因而被同意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

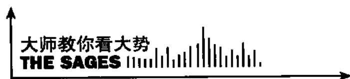
继续留在政府债券办公室做负责人。随着这几周安全地过去，被调查的危险似乎也降低了。

过了一个月，到5月，莫泽尔故技重演，对2年期国库券的发行进行了“垄断”——按照后来报纸的报道，他掌握了发行总额的85%。其他交易商的损失有可能高达1亿美元。事实上，莫泽尔的老板们曾经怀疑过5月他有些不正常，而且试图限制他的资金调度，但是他骗过了他们。尽管如此，他们还是没有解雇他，而且从他的交易中敛聚了很高的利润。

但是，随着垄断的流言传遍了整个华尔街，所罗门举行了一次内部质询，而且发现了垄断的证据，包括拍卖前莫泽尔和两名对冲基金经理的晚餐，这两人在竞标中与他采取一致行动。但是，他们接受了莫泽尔的辩解，不承认所有这一切都是他有意而为。6月，古弗兰拜会了财政部的官员，为显而易见的强取行为表示道歉，并且提出愿意在以任何方式采取的补救行动上与相关部门进行合作，但是坚持认为所罗门没有有意违反任何规定。他也闭口不谈莫泽尔在2月发生的问题。7月，在接到司法部对5月的强取事件进行调查的通知的时候，古弗兰要求外部的律师事务所沃奇特尔·利普顿（Wachtell Lipton）对莫泽尔的交易行为再次进行调查。其报告说莫泽尔采取超越他的投标权限的手段进行虚假投标，至少已经有五次。随后，在夏季，所罗门听说美国证券交易委员会正在调查这起强取事件。

所罗门决定发布新闻通稿，承认莫泽尔违反了规定。新闻稿在发布之前被念给巴菲特听的时候，给巴菲特留下的印象是这是一桩小事情。8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



月 9 日，所罗门的高管与科里根和美国证券交易委员会官员召开了电话会议，在会上，他们和盘托出了他们所了解的莫泽尔交易的全部情况。科里根吃惊地发现他们居然对他隐匿了早期的问题。采取一些惩戒性的行动显然在所难免，但是他希望他们能很快将他们清理门户的细节报告给他。

3 天过去了，科里根什么消息也没有收到，但是在 8 月 12 日，关于 5 月垄断案的故事被登在《华尔街日报》上。由于到这时对所罗门的补救行动仍然一无所知，绝望的科里根发了一封信给这家公司，威胁取消其投标权。这是一个潜在的致命威胁。这时的所罗门很像 2008 年的雷曼兄弟和贝尔斯登，资产几乎达到了 40 : 1 的杠杆率（40 亿美元的股权支撑 1 500 亿美元的资产），而且几乎完全靠短期货币市场为自己融资。失去主要的政府一级交易商的资格，会引发信誉问题。甚至隔夜资金出现临时性的中断，都会使它在几天之内破产。

所罗门的高管们在 14 日与科里根举行了一次非常不愉快的对话，而且开始起草一份披露全部细节的新闻通稿。董事会成员表面上随时都能掌握事件的进展。但是他们仍然对古弗兰在 6 月与财政部官员的会议上不够坦白的汇报和来自科里根的实实在在的死亡威胁一无所知。到了16 日，随着报纸上的大标题刊登出所罗门处于破产边缘的消息，客户开始撤销交易账户，而交易员在短期借款展期上也遭遇了麻烦。古弗兰终于认识到公司的命运岌岌可危，他应该辞职，并做出了请求巴菲特接任董事长的决定。这是巴菲特最不愿意涉足的事情，但是他明白他或许是唯一有足够声望来帮助公司恢复信誉的人。所以，他同意了。让他后来颇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面尽失的是，到了这个时候，仍然没有人告诉他关于科里根信件的事情。

巴菲特飞往纽约与科里根进行了一次艰难的会谈。古弗兰以及他的一名副手同意辞职。梅里韦瑟在次日辞职。莫泽尔已经被解雇。但是公司陷入了混乱之中。巴菲特开始在内部进行首席执行官候选人的考察，并选择了德里克·莫翰（Deryck Maughan），这是一名广受尊敬的英国人，而且与这次丑闻没有任何牵连。

正当巴菲特准备接手董事长职务的时候，他收到了一封来自财政部的公函，说确实应该暂停所罗门一级交易商的资格。巴菲特花了一整天的时间来给他所有的有关方面的朋友打电话——财政部长尼古拉斯·布雷迪（Nicholas Brady）、艾伦·格林斯潘以及其他的人——但是科里根不为所动，而且根本不相信所罗门真的会破产。巴菲特最后亮出了他的底牌——他将拒绝接任董事长，这个决定肯定会让所罗门破产。科里根的态度缓和了，而且财政部同意所罗门可以用自己的账户进行投标，但是不能用客户的账户，这足以平息最严重的恐慌。

巴菲特拯救了所罗门，尽管他在整个这段时间简直是焦头烂额。员工们痛恨他，因为他大刀阔斧地砍掉了津贴和奖金，而对他为保留他们的工作所做的努力从来没有过任何心存感激的暗示。他没有能够理解华尔街一切为了员工，而不是股东的这种风格。在一次荒唐的会议上，一家公关公司的人员进来就处理这些危机进行了一次陈述。巴菲特很不高兴地告诉他们门在什么地方。“天啊，问题不是我们被人误解，”他说，“我们根本不存在‘公关’问题。我们的问题在于我们过去的做法有问题。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的战略就是简单化，这或许是建立在他对所罗门文化的不信任基础之上。查理·芒格的律师事务所进驻，以便对交易行为进行一次彻底的扫雷行动。巴菲特对美国证券交易委员会和司法部保证，他将会向他们通报他发现的所有问题，无论这些问题是否触犯法律。开始的时候他们认为这不可能，但是最终他们意识到他真的说到做到。而且这是他的一贯作风。他在国会的听证会上也是采取同样的方式——他会在第一时间对主管部门的所有人披露他所知道的所有事情。（他是在参议院的一次听证会上首次知道了科里根 8 月 12 日信件的内容，这着实让他震惊和愤怒。）

经过公司几个月的努力，1992 年 5 月，当局决定不起诉所罗门。公司支付了 2.9 亿美元的各种名目的罚款，按以前的标准看数额巨大，但是在当时的环境之下绝对适中。古弗兰和部分其他高管交了小额的罚金，而且在行业内的工作暂时被停止。莫泽尔在监狱里服刑 4 个月，并被终身禁止进入这个行业。所罗门恢复了完整的交易资格。

最后，巴菲特终于可以脱离苦海了。在他仍然留在董事会期间，他作为过渡董事长退下来。莫翰被任命为投资银行所罗门的董事长兼首席执行官，而且让华尔街大跌眼镜的是，来自芒格的律师事务所的律师，负责领导巴菲特对所罗门问题调查工作的鲍伯·德纳姆（Bob Denham）接替巴菲特出任控股公司的董事长，但是是非行政角色。巴菲特放下他在所罗门的行政工作只能是让他感觉如释重负，但是对于广阔的世界来说，他成为一个传奇。

4 年之后，当桑迪·韦尔（Sandy Weill）替旅行者（Travelers）购买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所罗门——而且不久之后组成了花旗银团——的时候，伯克希尔·哈撒韦从中获取了巨额的利润。

衰退中的收益

20 世纪 90 年代的市场是令人愉快的。经济学家和政治家在争论，哪些政策，哪几位总统，或者仅仅是艾伦·格林斯潘应该受到嘉奖。事实是他们自身谁也没有那么大的力量。对于美国来说，所有的一切都恰逢其时。造成 20 世纪 60 年代和 70 年代经济混乱的“婴儿潮一代”已经进入了他们高生产力、高储蓄率的 40 多岁和 50 多岁的时期。超过 65 岁的人口数量不多，这是得益于 20 世纪 30 年代低生育率的那一代人。政府赤字的海洋，曾经扩展得“一望无际”，现在也快速地转向了盈余——主要是因为高额的社会保险税产生了大量的信托基金盈余。除此之外，政府长达 40 年的投入催生了互联网，这是一项真正的革命性技术，而且在相当长的一段时间内只存在于美国。

截至 1990 年的标准普尔 500 指数只是略高于 300 点；8 年之后，这个指数冲过了 1 000 点，年收益大约在 15%，而且走势相当平稳。与通常的情况一样，巴菲特做得更好，复利收益率超过 30%，在相同的时间段内获得了 8 倍的收益。伯克希尔·哈撒韦 1998 年 259 亿美元的收入净值使它的账面总额超过了 570 亿美元。巴菲特自己的财富，按照《福布斯》的说法，膨胀到了 360 亿美元，紧跟他的好朋友比尔·盖茨之后，稳稳地占据了全球第二富豪的位置，而比尔·盖茨以令人望尘莫及的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

900亿美元锁定了第一的位置。

伯克希尔·哈撒韦下属的企业雇用了将近48 000人，比前一年增加了9 500人，大多是来自于并购。巴菲特感叹，如此的增长速度在奥马哈引发了“企业膨胀”。“世界的总部”——巴菲特喜欢这样称呼它——拥有12.8个人，而1997年是12人。他继续解释说，这“0.8既不是指我，也不是指芒格：我们新找了一个人来做账，每周工作4天。尽管出现了这种令人担忧的趋势，我们2007年税后的管理费用大约是350万美元，或者说令人满意地低于我们管理的全部资产的一个基点（百分之0.01)”。营业收入大约是19亿美元，三分之二来自于保险，余下的来自于零售公司、航空服务、布法罗的报纸以及其他杂七杂八的行业。来自于投资的资本收益为25亿美元。收益最好的是可口可乐、迪士尼（该公司购买了资本城/美国广播公司)、吉列和富国银行（Wells Fargo)。

约翰·梅里韦瑟在1994年与LTCM一起进入了巴菲特的世界。从所罗门被排挤之后，他集合了世界上最聪明的交易员，用经过证明的天才来为他们提供支持。他的合伙人罗伯特·默顿（Robert Merton）和迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）曾经因为发明了现代投资理论中基础性的数学模型而分享了诺贝尔经济学奖。梅里韦瑟筹集了令人吃惊的12.5亿美元作为基金，而收费高达资产的2%，再加交易利润的四分之一。然而，与大多数的对冲基金经理不一样，该基金的合伙人也要投入他们个人净资产的大部分，而且有些人甚至大量地借款来增加他们的启动资金。梅里韦瑟希望巴菲特成为主要的投资人，并且在奥马哈给他和芒格做了一次陈述。LTCM的策略是赌类似的标准工具定价出现的小错位，

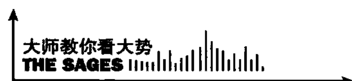
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种情况几乎总是能够在很短的时间内回复正常。从这种赌博中所赢得的利润不高，但是所需要的时间很短。而且投资者可以用杠杆手段进行放大。数学计算表明出现巨额亏损的概率为一个世纪左右的时间只会出现一次。巴菲特和芒格被 LTCM 的合伙人的精明所打动，但是还是拒绝了他们的建议。他们不打算投资在别人的基金里。

LTCM 现在在金融界是“肥尾”（fat tails）理论的经典案例。投资组合的数学模型模拟物理学理论中的扩散——千千万万个微小的随机运动，结果平滑地形成一个钟形曲线的点状图。在循规蹈矩的市场上，金融的情况看上去是同样的。但是市场很少能够长时间地循规蹈矩，而且对标准值出现较大偏离的情况在金融领域经常发生——也就是说，金融钟形曲线拥有肥尾。当俄罗斯的主权债券于 1998 年出现违约的时候，对于 LTCM 来说这就属于肥尾，而且它还选错了交易的方向，又采用了很高的杠杆率。

LTCM 的合伙人徒劳地试图把巴菲特引诱回来。美联储很晚才意识到 LTCM 杠杆投资的头寸总额已经达到了 1 亿美元，几乎全都是借款，而且已经在承受着致命的损失。美联储主席格林斯潘后来告诉美国国会，它的破产可能会潜在地“削弱很多国家的经济，包括我们自己的”。科里根几乎就促成了一项安排，由高盛接手这些头寸，而巴菲特提供大约 35 亿美元的融资支持。巴菲特很愿意这样做，而且事实上，尽管他在遥远的阿拉斯加度假，他还是提出了书面的报盘。这项交易一直没有能够达成，很可能是因为梅里韦瑟不想让巴菲特再次成为他的老板。科里根最终通过强制性地将 20 家银行组成一个国际财团筹到了资金，而且最终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的获利也不是小数目。巴菲特将这段故事总结为“当你获得（1）十几个平均 IQ 达到 160 的人；（2）在一个他们加起来的经验超过 250 年的领域工作；（3）用他们的资产净值的绝大部分经营生意；（4）采用巨大的杠杆效应——在这样的条件下会发生什么情况的绝好例子”。

巴菲特在网络繁荣高潮期有几年的日子过得很不开心。他的原则是从来不在自己不了解的生意上投资。他是英特尔（Intel）联合创始人罗伯特·诺伊斯（Robert Noyce）的好朋友和仰慕者，但是他一直都不了解英特尔，所以他根本没有介入英特尔的想法。伯克希尔·哈撒韦在 1999 年总体上没有跑赢标准普尔 500 指数，收益只有 1.5%，而标准普尔 500 指数是 21%，在 35 年里这是第四次出现这种情况。1999 年的太阳谷（Sun Valley）大会是一次年度性的盛事，集中了传媒和金融界大多数的最重量级选手，巴菲特在这次大会上发表了他那典型的很有魅力，但是令人感觉发冷的关于市场估值过高的讲话，对于他的这种说法，绝大多数与会者似乎都认为绝对过时了。他固执地坚持自己的观点，尽管这种固执伤害到了他自己，使他遭到了来自伯克希尔·哈撒韦股东的对于他错过了技术繁荣的抱怨。然而，在 2001 年网络泡沫破灭的中期举行的大会上，这样的情况又出现了。他没有得理不饶人——这从来就不是他的风格，但是他对听众重新表现出来的专注很是感到高兴。

2001 年是可怕的一年，在很多方面都是，而且伯克希尔·哈撒韦首次出现了亏损，尽管它还是跑赢了标准普尔 500 指数。但是巴菲特总是能够在衰退中做得很好，他 2002 年的收益是令人称羡的 10%，而标准普尔 500 指数则是亏损 22%。由于市场持续动荡，巴菲特和芒格忙于收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业。在伯克希尔·哈撒韦的2007年年度大会上，他们告诉他们的股东，他们拥有了76家公司，雇员达23.3万人。最大的赢家，无论从销售收入还是从产生可贵的“保费盈余”方面，都来自于保险企业，但是，还存在一个非常强大的公用事业领域。然而，巴菲特的骄傲和喜悦在于“混杂”的业务集群，其生产“从棒棒糖到旅行房车在内的所有商品”，这些产业实现了平均23%的账面权益回报，同时采用的杠杆率非常低。他的一些旧爱仍然是明星企业。他和芒格在1972年以2 500万美元买下了时思糖果。在2007年，时思糖果的销售额达到了3.83亿美元，利润为8 200万美元。布夫人的家具卖场实现4亿美元的销售额；它是美国最大的两家家具卖场之一，而且没有什么变化，一直都是盈利状况最好的企业之一。伯克希尔·哈撒韦的账面价值增长到了1 200亿美元，尽管其股票组合在市场下挫期间出现了相当程度的下跌，但是价值还是达到了买入成本的两倍。

伯克希尔·哈撒韦的伤害保险业务值得特别说一下，这虽然是作为其独特性的例子，但是仍然体现了巴菲特常识性的天赋。它们是公司收益的核心贡献项目，而且还贡献了“保费盈余”，或者说是为赔付义务所持有现金的超额部分，这部分盈余可以用于流动性的投资。正如巴菲特经常指出的，伤害保险是一种靠价格取胜的商品业务。然而，预付现金流的吸引力几乎总是引发相当惨烈的竞争，致使整个产业作为一个整体总是处于亏损状态。惨烈的价格战后面总是不可避免地紧跟着极端的稀缺，因为很多遍体鳞伤的公司因为巨额亏损退出这个行业。伯克希尔·哈撒韦的规则是根本不玩规模游戏。其坚持按利润定价，根本不考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虑竞争，在此起彼伏的价格战中不盲目扩大规模，但是当业内其他企业在舔自己伤口的时候，则趁机占领巨大的份额。例如，在一个 6 年的周期中，伯克希尔·哈撒韦的全国赔偿公司（National Indemnity Company）的年度承保规模差异超过 10 倍。但是公司被设计成可以随着规模进行变动——日常的管理费用非常低，所以员工利益都能得到保证，他们不会在业务不好的时间段被解雇，而且保险业务中亏损的情况很少见。大致每 5 年之中有 4 年，保险的“保费盈余”会免费地自己找上门来。

年度致辞中的智慧

随着巴菲特的形象从一名江湖骗子变成了众人瞩目的一代宗师，连他每年给他的股东的年度致辞也都披上了来自高山之巅宣言似的神秘光环。而且事实上也理应如此，因为这些致辞将华尔街、财务以及管理实践中习以为常的蠢话放到了非同寻常的常识的寒光之下。下面给大家选摘几则。

华尔街的语言游戏

“几年之前，我们的竞争者被称为‘杠杆式收购操作者’。但是杠杆式收购操纵者的形象变得很糟糕。凭借真正的奥威尔风格，发起收购的公司决定改变它们的叫法……它们新的标签变成了‘私募股权’，这是一个颠倒黑白的名字：这些公司所进行的购买活动几乎不可避免地导致被收购方资本结构中股权比例与之前相比出现了急剧的降低。不少这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的被收购方，仅仅在被购买2～3年之后，就陷入了致命的危险之中，主要是由于它们的那些私募股权买家堆积在它们身上的债务……大家应该注意到，私募股权企业现在不再急于注入它们那些起防御作用的股权，而这些股权在非常迫切地需要的情况下可以起到对恶意收购的防御作用。相反，它们把它们留下来的资金保护得非常严密。”——2008年

“最不独立的独立董事似乎是那些从董事会的服务工作中所获得的津贴占了他们年度收入中很重要比例的那些人……然而，那些人就是最经常被聘请担任‘独立’董事的董事会成员。”——2004年

“糟糕的术语是良好思维的敌人。当公司或者投资专业人士使用像‘EBITDA’[①] 和‘pro forma’[②] 这样的表述的时候，他们想要你接受那些具有非常危险的瑕疵的概念。（在打高尔夫的时候，我的成绩通常是在预计基础上低于标准杆：我制订了坚定的计划来‘重新构筑’我的推杆，因此，只计算到达果岭前的挥杆数。）”——2001年

“经理们在考虑财务问题的时候，永远也不要忘记亚伯拉罕·林肯最喜欢的一段谜语：‘如果你把狗的尾巴说成是腿，那么它有几条腿？答案是：四条。因为说尾巴是腿并不能把它变成腿。’”——1992年

财务恶行

“我可以负责任地说，衍生产品业务中的信息错误一直都是不对称的。

---

① 即折旧及摊销前盈利。——编者注
② 即预计。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几乎无法避免，它们总是有利于那些盯着几百万美元红利的交易者，或者是那些想在报表上做出惊人‘收益’的首席执行官（或者两种情况兼有的人）。要过了很久之后，股东才会知道报表中的数据是假的。”——2002 年

关于授予股票期权便不会产生其他成本的问题：“大家想一下我们今年在 GEICO 要投放的 1.9 亿美元的广告支出。假如我们对我们所投放的广告不支付现金，而是给媒体提供 10 年期、价格随行就市的伯克希尔·哈撒韦期权。那么，是否还有人会认为伯克希尔·哈撒韦没有承担广告成本，或者不应该在其账面上计入这项费用?”——1998 年

“最容易被曲解的是‘重组费用’，这样的财务项目当然可以是合法的，但是在最常见的情况下还是操纵收益的一种设计……一大块应该适当地分摊到几年之中的费用被放进一个季度的报表里，特别是那种肯定会让投资人失望的季度报表……顺着这种不怀好意的说法，如果在某一个季度每股收益达不到 5 美元，华尔街并不会太在意，只要这个缺陷能够保证未来的季度每股收益持续超出预期 5% 就行。”

“把所有亏损全部放进一个季度的这种行为表明了一种与高尔夫球比赛成绩相似的‘勇敢、有想象力’的方式。在某赛季的第一轮比赛中，高尔夫球手不考虑他真实的水平，随意把糟糕的成绩计入成绩表——2 倍、3 倍、4 倍于标准杆，随后获得一个成绩，比如说 140 杆。在建立起这个‘储备’后，（他可以随后）计算他打得好的洞，但是不计算打得差的那些——打得差应该受到指责，而不会进入储备……而且这种计算将会把我们的这位英雄送进 80 杆高手的行列。”——1998 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蛇油推销员

关于养老金顾问促进多元化：“（假如某位投资人购买了）比如说几位预期收益为20%的大学篮球明星的权益。这些人中会有几个成为NBA明星，投资人从他们身上获得的收益很快就会占他特许权收入的绝大部分。只是因为他们已经在他的投资组合中占了绝对重要的地位就建议这位投资人售出他最成功的投资中的一定份额，无异于建议公牛队拿迈克尔·乔丹来进行交易，而理由仅仅是他已经成为球队中举足轻重的队员。”——1996年

“举债的支持者告诉我们，（垃圾债券的崩溃）不会发生：他们告诉我们说，巨额的债务将会使企业经理人为此付出前所未有的努力，这就像一把架在方向盘上的利剑应该会使驾驶员更加小心地驾驶一样。我们将看到这样一种方式可能会造就一位非常警惕的驾驶员。但是，也可能是另外一种致命结果：如果汽车碰到了哪怕是最不起眼的小坑或者一个小冰块，却可能导致一场不必要的事故。商业的道路上布满了小坑；一个需要避开所有这些小坑的计划就是一个走向灾难的计划。”——1990年

“友善的推销员说，因此，垃圾债券的多元化投资组合可能会产生比蓝筹债券的投资组合更高的收益。（请留意过去的业绩在金融界所提供的‘证据’：如果历史教科书是致富的钥匙，那么“福布斯400强”中应该会有图书管理员……）与通常的情况一样，华尔街对某种想法的热捧不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是与其价值相符，而更多是与它能产生的销售收入相符。堆积如山的垃圾债券由那些忘乎所以的人出售给那些不动脑子的人——而且这两种人还都不在少数。”——1990 年

“华尔街狂热地欢迎（零息债券），那些一知半解的人会为了蝇头小利，或者为了再投资来认购。这个产品最终是一种能够让华尔街以不受实际盈利能力限制的价格进行交易的工具……零息债券对推广人和投资银行家有一种特别的吸引力，这种吸引力就是在于延长了从荒唐到失败之间流逝的时间。这个好处并不小。如果所有成本浮出水面之前的时段很长，推广人员就可以在那些胆小的投资人饱尝他们更早前的风险投资所带来的恶果之前，开发出一长串愚蠢的交易——而且收取大量的手续费。”——1989 年

“（交易推广人）在整个推广期间对赚钱的判断和限制与酒鬼在喝酒时的判断和限制是完全一样的。因此，最起码，银行家的作为应该提高到一个负责任的酒吧招待的水平，他会在必要的时候拒绝从销售更多的酒中获得的利润，以免把一个烂醉如泥的人送到大街上。遗憾的是，在最近几年，很多主流的投资公司已经发现酒吧招待的道德水准是一种难以达到的限制性标准。”——1989 年

关于“投资组合保险”，或者当股票价格下跌时在期货市场上的止损销售：“（这个策略）告诉某家养老基金或者大学……当它拥有像福特或者通用电气这样的企业的股份时，这些公司越是被低估，它越是应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚决地售出。作为一个‘逻辑性’的结论，这种方法要求这些机构做到一旦公司的股票价格出现明显的反弹，应该重新买回这些公司——我不是在瞎编。考虑到巨大的金额被这些信奉这种《爱丽丝梦游仙境》式做法的经理们所控制，那么市场有时候以偏离的方式在表现还有什么值得大惊小怪的呢?”——1987 年

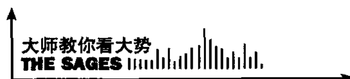
“那么，为什么今天‘现金流’数字（不包括资本支出）会如此流行呢？在回答这个问题的时候，我们承认我们的犬儒主义做法：我们相信商业和证券领域的市场人士在力求证明不合理事物（而且因此销售那些滞销的商品）时通常都使用这些数据。”——1986 年

首席执行官的愚蠢做法

“现在（股票）回购风靡一时，但是在我看来通常都是出于一种无法言明而且很不光彩的理由：提高或者支撑股票价格。那些选择今天出售的股东当然是获益了……但是接盘的股东却被价格高于其内在价值的购买行为惩罚了……有时候，也有公司会说它们回购股票是为了冲抵那些在股价很低的时候被授予的股票期权行权时所发行的股票。这种‘高买低卖’的策略正是很多不幸的投资人所一贯使用的——但是他们从来都是无意识的！然而，管理层似乎非常高兴地遵从了这种荒谬的行动。”——1999 年

“一个悲惨的事实是，大多数并购表现出了惊人的失衡：对于被并购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



方的股东来说，它们是一座金矿；它们提高了并购方管理层的收入和地位；对于两边的投资银行和其他的专业机构来说，它们是蜜罐。但是，非常悲哀，它们无一例外地减少了并购方股东的财富，数额通常是巨大的。”——1994 年

“（业务的）制度性强制力……（1）似乎遵循牛顿的第一运动定律，现有的体制将抵制对其目前方向的任何改变；（2）就像工作会随时扩展以填充所有的可用时间一样，公司的项目或者收购也会吸收可供调配的资金；（3）领导人对业务的任何渴求无论有多么愚蠢，总是能够很快得到他的部下提供的回报率和战略研究报告的支持；（4）其他伙伴公司的行为，无论它们在扩张、收购、建立管理人员补贴机制，或者其他的任何方面有任何的举动，都将被另外的公司不加选择地进行模仿。”——1989 年

“首席执行官们很少会告诉他们的股东说他们召集了一群庸才来管理公司事务。他们的这种勉强导致了某些奇怪的年度报告的出炉。通常情况下，一位首席执行官会在他致股东的信中用几页的篇幅来详细说明公司做得非常不到位的地方。但是，毋庸置疑，他将会以一段热情洋溢的文字来把他的管理团队描述成‘我们最珍贵的资产’。这样的评述有时候会使我们怀疑这个公司其他的资产是什么样的资产。”——1987 年

“（为什么收购?）（1）无论是在业务还是其他方面，领导人很少会缺乏热情，而且常常喜欢更大的活动和挑战……（2）无论是在业务还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是其他方面，大多数的组织对自己的认识来自于别人的看法，而且给其经理人员的报酬所依据的准绳更多地来自于规模，而对其他方面的考虑相对很少……（3）大多数管理层在其儿童时代显然是多愁善感的，他们过多地沉浸在童年时青蛙王子的童话梦境中。”——1981 年

公司治理

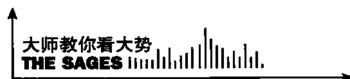
（所有的投资基金，其中大部分是共同基金，必须有一组对投资者负责的非雇员董事。）“数千家投资公司的董事会通过每年的聚会来开展那些生死攸关的工作，选择由谁来照管其所代表的千百万股东的利益。年复一年，A 基金的董事们选择 A 经理，B 基金的董事们选择 B 经理，等等，这种呆板的程序简直就是对所有权的嘲弄。”——2002 年

“在坐满了举止优雅的文明人的会议室里提出首席执行官是否应该被撤换这样的问题几乎是不可能的。对一项首席执行官已经同意了的收购提案进行质疑也是同样令人尴尬的情况。最后，当薪酬委员会就一份来自于拿着高薪的咨询专家的报告（通常情况都是这样）提出授予首席执行官巨额的期权的时候，某位董事要是提出让委员会重新考虑，那就像是在宴会上打嗝一样令人难堪。”——2002 年

对市场的精妙点评

关于首席执行官抱怨官僚们花纳税人的钱就像花自己的钱一样：“所罗门……雇了一位理发师，名字叫做吉米，他每周都要来给这些大人物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



理发……然而，由于公司要削减成本，这些人被告之需要自己付款。一位高级经理……马上决定了每隔 3 周理一次。”——2006 年

“高罗克神话”：“高罗克”是一个拥有所有美国公司的家族。① 他们每年的税后净值增加 7 000 亿美元。这个家族的成员均享着这些财富，因而所有人都富甲天下。随后，某些成员认为他们应该能够比其他人做得更好，所以他们雇用“帮手”，这些帮手收取一定费用后将会通过交易提高他们的地位。由于这个家族已经拥有了一切，他们所做的其实只是重新配置资产。但是所增加的这些额外的成本降低了家族的财富净值，而且这些重新配置的活动大多数以失败告终。因此，他们雇用了更加富有经验且收费更高的咨询师，最终发展到了向对冲基金和私募股权公司支付管理费用。随着家族成员开始雇用越来越多老谋深算的帮手，军备竞赛开始了。不久，与我们今天的情况非常类似，付给帮手的费用高达业务收益的 20%。巴菲特通过牛顿的第四运动定律来总结这个悲哀的寓言：“对于投资人这个整体来说，随着运动增加，收益下降。”——2005 年

关于投资人与首席执行官群体：“旅鼠作为一个种群可能被嘲笑，但是一只单独的旅鼠永远也不会遭到批判。”——2004 年

“（衍生产品）能够由于完全不相关的原因使公司所遭遇的麻烦恶化。这种累积效应之所以出现，是因为很多的衍生产品合同要求正在遭遇信用降级的公司立刻向交易对手方提供各种担保……（这种情况会）

① 此例为作者虚构。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增加意想不到的，而且是巨大的对现金担保的需求……所有这一切就形成了一个螺旋，会最终导致公司破产。”——2002 年

（巴菲特的警告是对 6 年之后 AIG 所出现的那些问题的精确描述。）

关于伤亡险损失的长尾理论解释：一名家庭成员问他的姐姐，为什么他在他们父亲葬礼之后很多年还在收到这个事件的账单。“‘哦，’她回答，‘我忘了告诉你。父亲穿着下葬的衣服是我们租来的。’”——2001 年

关于伯克希尔·哈撒韦的投资策略：“我们尽量通过价格因素，而不是时间因素来决定购买的时机。在我们看来，因为对于我们知道无法预期的经济体或者股票市场的短期走势的担心而拒绝购买一家长期的未来可以预测的好公司的股票，是很愚蠢的做法。为什么要因为一个无端的猜测放弃一个明智的决定？”——1994 年

关于预算：“芒格和我都不相信灵活的营运预算……我们既不理解因为利润大增而增加不需要的人员或者工作，也不理解因为盈利能力下降而削减基本的人员或者工作的做法……我们的目标是时刻都做对伯克希尔·哈撒韦的客户和员工有意义的事情，永远不增加不必要的成本。（‘但是，关于公司的飞机这件事怎么解释？’你很直接地问道。嗯，偶尔，一个人应该可以不受原则的约束。）”——1987 年

（巴菲特和芒格将这架飞机命名为“无理号”。）

关于伤亡险承销商：“当然，在大多数的业务中，破产的公司是因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金链断裂。保险业是不同的；你会在现金流很充裕的时候缺乏现金。因为现金在保单一开始签出的时候就进来了，而赔付要晚很多，破产的保险公司要在它们的净值损失完很久之后才会缺乏现金。事实上，这些‘行尸走肉’通常会肆无忌惮地开出保单，接受几乎所有的价格或者风险，目的只是要保持现金的不断流入。”——1984 年

关于通货膨胀：“一位友好但是目光犀利的评论家在评论伯克希尔·哈撒韦时曾经指出，如果说我们在 1964 年年底的账面价值应该足够购买大约 1.5 盎司的黄金，而 15 年之后，在我们将所有的收益进行再投资——同时流下太多的血汗和眼泪——之后，所产生的账面价值大约只够购买一半数量的黄金。”——1979 年

艰难的 2008 年

伯克希尔·哈撒韦的 2008 年是非常艰难的一年，这一年产生了与 10 年前一样的市场忧虑，认为“巴菲特正在失去他敏锐的触觉”。在整整一年中，伯克希尔·哈撒韦的每股账面价值损失了 9.6%，是有史以来第二次出现账面亏损，而且是最为严重的一次。（然而，如果用标准普尔 500 指数衡量，巴菲特的业绩仍非常出色，其高于指数 27.4%——但是巴菲特自己对此没有表现出半点儿的自豪。）

账面亏损完全是由于下面两个原因。第一个，也是最主要的一个，是伯克希尔·哈撒韦投资组合中未兑现的增值部分出现的下跌——所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特最喜欢的股票，像可口可乐和美国运通，在市场上都遭到了重创。在他对某些买卖（或者非卖品）的操作进行严厉自责的同时，巴菲特总体上并不太担心股票市场的价格；他着眼的是长期的净值。在整个第一季度，这些股票的市场价值持续剧烈下跌。

账面亏损的第二个原因是衍生产品出现的 144 亿美元的净亏损。为什么对衍生产品深恶痛绝，称它们为“金融大规模杀伤性武器”的巴菲特居然拥有这些对收益具有如此巨大影响的头寸？看看前文中巴菲特的金融观点，你会明白他非常清楚他正在做什么。

其中冲击最大的是“指数认沽期权”上“按市值计价”亏损的 100 亿美元。伯克希尔·哈撒韦与机构股东签订了期权合约来限制他们在具体股票指数上的损失。合约参照美国的标准普尔 500 指数，同时也考虑伦敦、欧洲和日本的可比指数。这些期权是“欧洲式”期权。每一家预付了款项的交易对手方获得的保证是，在未来具体的某一天，其相关的指数不得低于合同上规定的该日的水平。所有合同上未来的到期日都在合同生效后的 19～28 年之间，平均剩余的时间为 13.5 年。到 2008 年年底，伯克希尔·哈撒韦已经收到了 47 亿美元的预付款来确保投资组合中的大约 370 亿美元。由于预付款按投资组合总额的 13% 计算，伯克希尔·哈撒韦应该不会遭受任何损失，除非未来参照日的平均参照指数与执行日相比低 13%——这还没有考虑这 47 亿美元在这些年中自由调配所获得的成果。（在参照日期前某一指数的涨跌与此是不相关的。需要考虑的所有问题就是具体参照日的指数水平。）

既然这样，那为什么会“亏损”？伯克希尔·哈撒韦采用的是最保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

守的会计原则，将净支出按非现金亏损计入（亏损支出减去费用），如果参照日为2008年12月31日，它应该就是这样做的。当然，如果美国乃至整个世界陷入了日本式的泥沼，出现十多年遥遥无期的衰退，这种可能性也是存在的：伯克希尔·哈撒韦可能会在支付完巨额的款项之后关门。但是13年是很长的一段时间，而且情况似乎也不至于这么糟。要达到支付370亿美元这样的最高额资金，所有的指数在各个参照日必须全部归零才会实现。

伯克希尔·哈撒韦的股票价格在2008年出现了剧烈的下跌，但是巴菲特从来就没有关心过他的股票价格。他关注的是公司的账面价值或者净资产，这是任何人都可以从财务报表中看到的硬指标。他并不是在玩弄市场。简单来说，没有证据表明，巴菲特在78岁高龄的时候会全身而退。然而，在2009年年初的时候，评级机构惠誉（Fitch）将伯克希尔·哈撒韦的评级从AAA降到了AA+，所给出的理由是衍生产品上的亏损和公司对巴菲特的依赖。

给美国总统的经济建议

在2008年美国总统大选的关键时刻，当巴拉克·奥巴马努力建立他在经济政策上的形象的时候，巴菲特和保罗·沃尔克两人在奥巴马讨论经济问题的场合成为了曝光度很高的人，比如在有关一项早期刺激计划的10月报告会上。

他认为奥巴马会怎么做？在一次涉及问题广泛的PBS（美国公共电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视网）采访中，有人这样问巴菲特。“我认为在这样的时候没有谁比奥巴马更适合出任总统了。他了解经济。他是一个非常聪明的人。他是一位冷静的很有条理的思想家。”

他会给奥巴马的经济问题提供什么样的建议？“（大笑。）我会告诉他情况还会变得更糟。”但是他继续说，“他已经有了正确的想法。他信赖的东西同样也是我信赖的：美国最好的日子还在前面，我们已经建立了一部伟大的经济机器；这部机器正在高速运转。他相信在分配这部伟大机器的成果方面，还有更为公平的方法。但是，他不需要我就任何问题提供的建议。”

什么样的经济政策可以运行得最好？“答案是没人知道。经济学家不知道……在对抗危机的时候，你将会使用你能够拿到的所有武器。而人们并不会非常清楚地知道具体的后果是什么样的。经济学家喜欢谈论危机，但是最后的情况总是证明这些说法都是非常非常大的谬论，他们当中的大多数人在最近这些年中有关这个问题的说法基本上都是这样的情况……我们能够明确知道的是，这部美国机器一直以来都运行得非常棒，而且以后还将运行得很棒。”

我们在制造新的问题吗？“一直是这样……我的意思是，你正在给病人喂的药的剂量是在我们这个国家前所未见的。因而，这肯定会有副作用，而且有多大的副作用，谁也无法准确地预测。但是潜在的问题中肯定有通货膨胀的后果，而且会很严重。”

那么，权衡之后的结果是什么呢？“嗯……从根本上讲，要权衡的是那些你冒险启动的各种发动起来就很难停住的与通货膨胀有关的力量，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且你正在造成政府收入和支出之间的不平衡，这种情况是做起来比以后进行改正要容易很多，然而这些又是值得一试的问题——但是天下没有免费的午餐。”

我们需要更好的监管吗？“一旦房地产市场成为了泡沫，我不认为有谁能够制止。当这个国家的所有人都相信了他们房子的价格将永无止境地上涨，而且每家银行都开始提供确实非常简单的付款计划，那么注定要有一个泡沫。”

更好的规则能够防止这种情况吗？“嗯，或许需要一些新的规则，但是我不认为监管体系能够制止这种情况……一旦美国公众、美国国会、所有的评论员、媒体，以及其他每一个人都开始认为住房价格没有别的走向，只会上涨，他们就在制造一个泡沫……我的意思是，美国人拥有价值或许为22万亿美元的住房。住房是大多数美国家庭最大的一笔资产，而且在很多情况下你让他们贷款100%……你放手让他们越来越多地以其拥有的全部资产进行再融资，完全把这些资产当一个自动取款机看待……泡沫一定会产生。”

但是，大家都在要求更多的规则。“嗯……你只要要求每个买房的人支付总房款的20%，而且确定这部分付款额没有超过他们总收入的三分之一。现在我们就不会再次在房地产上遭到大的打击了……（但是现在）你是拥有了自己的房子，却在说那些首付5%的人不该拥有。所以我认为取消一项规定非常艰难……这有点像我在经济方面所说的：你不能只做一件事，而且当平衡被打破的时候，那就变成了政治问题。我的猜想是这个问题不会得到很好的解决，但是这也正好是政治的本质。”

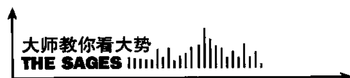
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我开始着手本书写作的时候，我对了解巴菲特关于重构监管和重启经济的想法确实非常好奇，由于他在奥巴马参加大选期间，以及早期政权变更期间如此高调地露面，这种好奇更是有增无减。在本书的写作期间被告知他不接受采访让我非常失望。但这很难说令人吃惊，因为他曾经花费了 5 年的时间在艾丽斯·施罗德的大作《滚雪球》（*Snowball*）的出版上，这或许可以成为对未来采访者一概拒绝的很好的理由。在英文原版 900 多页的篇幅中，《滚雪球》确实几乎覆盖了每个人想了解的巴菲特和他的投资方法的方方面面，但是我这里的这个话题除外。

与此同时，在阅读了几乎所有能够找到的巴菲特致股东的信，再加上大量的有关他的其他资料后，我非常确定，就监管问题所进行的采访可能会虎头蛇尾，因为他所说的或多或少会重复他在接受 PBS 采访时所说的那些话，理由是这不是他所感兴趣的那一类话题。（一旦访问者的政策问题结束，他就很高兴地转到对本杰明·格雷厄姆的讨论上。）

罗杰·洛温斯坦（Roger Lowenstein）在他所写的《巴菲特传：一个美国资本家的成长》——这部传记没有得到巴菲特的合作——中强调了这个问题：为什么巴菲特在如此频繁地从格雷厄姆的原则上偏离的时候还会一如既往地对后者充满了敬意。他的看法是巴菲特作为格雷厄姆的弟子，在技术方面继承得很少，相似之处更多在于气质和态度，而这一点可能更为重要。我认为这个说法是正确的。格雷厄姆思想真正的精华在经过巴菲特的扬弃后，并不在于那些具体的规则，而只是一种没有太多华而不实的理论的投资方法。忘掉一切理论，实事求是，简单操作。透过巴菲特并购的那些烟雾，其原则是非常一致的，即关注价值，发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可以长期持续经营的公司，而且其经济模型也是清晰而直截了当的。

这是一种无法被很好地解释成监管问题的思想倾向。监管是一种“如果我们这样做，那么他们将会那样做的”猫捉老鼠式的影子游戏。巴菲特的世界是一个我行我素的自我世界，他不做那些平常人都会做的没有意义的事情。

将巴菲特与乔治·索罗斯这个影子世界的大师做个对比，后者对监管问题则兴趣盎然——还能有什么事情比这样的对比更动人心魄？贯穿整个危机始终的是，索罗斯通过一系列的声明和专栏文章提出了不少天才的，而且通常切合实际的建议。这只是将索罗斯与巴菲特进行对比的一条主线。这两位历史上最成功的投资者从两个截然不同的方向走近他们的目标，而且每个人思考政府和监管问题的方法与他们思考其他问题的方法如出一辙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

THE SAGES

The Sages

Warren Buffett,
George Soros,
Paul Volcker,
and
the Maelstrom of Markets

沃尔克

布雷顿森林体系的解体：肯尼迪时代
布雷顿森林体系的解体：尼克松时代
贬值的美元
应对通货膨胀
拯救贷款危机
潜在的风险
离开美联储之后
支持变革

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保罗·沃尔克在美联储8年的主席任期是他的整个职业生涯中最主要的部分，而且也是公认的近代历史中最伟大的公共服务成果。如果政府服务领域有诺贝尔奖的话，沃尔克完全有可能名列最终胜出的候选者名单。

沃尔克几乎在他整个的职业生涯中都把精力放到了处理金融危机方面——银行破产、货币暴跌、全球失衡、经济崩溃。从他扮演的角色和他的地位看，他是国际银行家聚焦的中心——高大（6英尺7英寸高）、威武、脾气很大，但是永远都表现得很谦恭，在私下的场合表现出了很强的幽默感。他在职业生涯中所处理的那些危机，几乎全部都能被理解成第二次世界大战结束后建立起来的国际金融“布雷顿森林体系”解体，又没有能够及时建立起可靠的替代体系导致的那些后遗症的有机组成部分。沃尔克是在布雷顿森林体系解体期间负责美国国际货币政策的战场指挥官；而在美联储，他理所当然地控制着货币机器本身。

沃尔克具有完全的日耳曼血统；他的祖父母和外祖父母都是移民。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

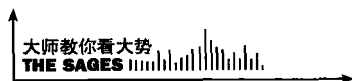
他的外祖父母在纽约州的北部经营一家干货店；在他父亲这边，他的祖母是布鲁克林一所学校的教师，而他的祖父是一位茶叶和咖啡批发商。祖父阿道夫·沃尔克身高 6 英尺 4 英寸，体重 300 磅，脸上蓄着显眼的八字胡。沃尔克是家中最小的孩子，他的三个姐姐在 10 岁左右的时候都有 6 英尺高。

保罗·沃尔克的名字随他的父亲。他的父亲毕业于伦斯勒理工学院（Rensselaer Polytechnic），先是一名土木工程师，后来当上了市政官员，并在 1930 年被派遣到新泽西州的提尼克，一座位于纽约市哈得逊河对岸的繁花似锦的郊区小镇。他的母亲阿尔玛考进了瓦萨学院，以优异的成绩毕业，并在毕业典礼上代表毕业生致辞，同时获化学学士学位。在当了一年助教后，她嫁给了保罗，并且按照 20 世纪 20 年代的习俗，成为家庭主妇。她的文笔很好，对社区的公益事业非常热心，积极参与到她丈夫的工作中。

无论从什么角度说，沃尔克的父亲都算得上是一位优秀的市政官员，一位让政客们感到难缠的对手。他在大萧条初期掌管提尼克事务，理清了财政问题，降低了税负，还提出了一项总体规划，并认真遵照执行。他对工作的投入是全方位的。一周的大多数时间里，都会有开到很晚的会议，而在周六和周日，他会在提尼克到处巡视，记录下脏乱的公园、毁坏的路灯、随意堆放的垃圾。他非常有条理而且很细心，在当地报纸上发布的一篇满怀敬意的讣告总结他是这样一个人，他“几乎从来没有做出过考虑不周详的判断”。

沃尔克的父母从言行上树立了公共服务者的完美典范，这在他很小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的时候就在他的思想上打下了深深的烙印。在提尼克，他的父亲是一位重要的人物，收入也还算不错。他的父亲与小镇上所有的头面人物都称兄道弟，但是沃尔克一家不是这个乡村俱乐部的成员，而且他的父亲也从来没有想过弄个荣誉会员的身份。几十年之后，这个有权有势、伟大而又善良的人，对沃尔克言听计从——他穿着皱巴巴的外套，中饭吃热狗，晚上回到一间狭小的单身公寓，因为他的妻子身体太虚弱，已经无法陪他回到华盛顿了。

当沃尔克从高中毕业之后，大家都觉得他似乎应该步他父亲的后尘去学工程，而且他甚至已经被伦斯勒理工学院录取了。但是他一时兴起，又申请进入普林斯顿大学，而且也被录取了。（在 1945 年，各个学校对排名的疯狂竞争，一点也不比很多年后我们正面临的情况逊色。）尽管他的父亲满是疑虑，他还是去了普林斯顿大学，并且发现自己是一名非常优秀的学生，另外，他对经济学也非常喜欢——对政策方面的兴趣远胜于对数学模型的兴趣。他的毕业论文就是关于美联储的。

研究生阶段的学习主要靠的是奖学金。沃尔克在哈佛的利陶尔学院（现在的约翰・F・肯尼迪行政学院）学习了两年，在这里，他把经济学和政治学有机地结合在一起，随后他又到伦敦经济学院学习了一年。他没有写博士论文，而是花了大量的时间学习英格兰银行的运作管理。在他父母为迎接他从英国回来所举行的晚会上，他遇到了巴巴拉・巴恩森，一个医生的女儿，牛津大学彭布罗克学院（当时称布朗大学附属女子学院）的在校学生。两年之后，他们结婚了。沃尔克成为美联储的一名专职经济师，随后又转到大通曼哈顿银行（Chase Manhattan Bank）工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

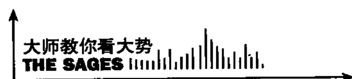
沃尔克职业生涯的主线映衬着乔治·索罗斯和沃伦·巴菲特投资生涯的对应点，因为沃尔克很强势地影响着他们所从事的那些交易所处的环境。政府不仅是金融的监管者。它同时还生产并操纵货币以及主权债务等这些金融业的原材料，并建立起法律和契约环境供金融家进行运作。沃尔克履历中的主要的里程碑——布雷顿森林体系的崩溃，紧随其后的货币及信贷崩溃，银行泡沫的膨胀，以及私人债务的剧增——决定着所有人的职业和生活。

布雷顿森林体系的解体：肯尼迪时代

沃尔克在 1962 年加入了肯尼迪新政府的财政部中分管货币事务的副部长罗伯特·鲁萨（Robert Roosa）的团队，并在次年被任命为副部长助理。鲁萨管理的是一个新组建的部门，组建的目的主要是处理那些与解决战后金融秩序有关的问题。1944 年的《布雷顿森林协议》，在一次由全体同盟国代表出席的大会上经过多方的努力最终成型，为战后的全球金融体系提供了运作的基础。不可避免地，这个体系以美国为中心建立，因为美国是唯一从战争中崛起的国家，没有遭受战争的破坏，同时在战时具有无与伦比的生产能力。美国的企业是唯一能够加大马力来满足战后全球需求的企业，美国的公民持有全球储蓄的大部分，而且美国政府控制着国际黄金储备的绝大部分。

自 1934 年起，美元与黄金的兑换固定在 35 美元兑一盎司黄金，从而成了事实上的国际储备货币，其他的货币与美元进行了挂钩。汇率被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



认为是稳定的，但是非美元货币会调整，而且事实上确实也出现了调整，虽然频率不高。国际货币基金组织得以创立，并由其成员国出资，主要目的就是为那些在汇率问题上暂时出现困难的国家充当清算贷方。

特别是在其刚成立的那段时期，根本的一点是美国的经常项目账户长期出现赤字——在贸易和海外投资项目下的净流出——所以其他国家能够获得金融储备来重建银行和信贷体系。要实现这个目的，有两条途径。其一是通过完全的来自美国的赠款和贷款，这种情况以“马歇尔计划”为代表。其二是让美元兑换其他货币的时候以某种方式进行相对的高估。高估的美元使外国生产的商品对美国人来说显得便宜，而美国生产的商品对于欧洲和亚洲人来说显得昂贵。最终的效果是对美国贸易逆差的持续性的偏袒，或者使其贸易顺差远低于实际的情况。

布雷顿森林体系存在的裂痕在于它毫不迟疑地假设美国与世界其他国家之间财富和生产力存在巨大失衡的情况仍将持续。然而，当沃尔克加入财政部的时候，美国的财富优势快速收缩。欧洲处于全面复苏的状态，增长率非常高，而且警醒的美国商人——以乔治·索罗斯为首——迫切希望采取行动。美国企业利用美元估值溢价的有利条件大肆收购欧洲公司，这种做法激怒了法国的查尔斯·戴高乐（Charles de Gaulle），他指责美国人掠夺欧洲工业皇冠上的明珠。

按照严格的经济条件，美国的国际账户处于非常不错的状态。贸易账户里仍然保有健康的盈余，可以很轻松地为巨额的对外援助和天文数字般的冷战军事支出提供资金保障。然而，不断加速增长的海外投资将年总体净流出推高到了20亿~30亿美元，但是这个数字与美国的GDP，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

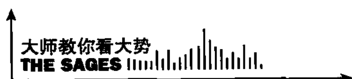
以及为世界上的其他国家重新充足资本金的布雷顿森林体系的目标相比，还是相对较小。

问题在于美国的黄金储备。随着经济和货币体系的快速扩张，流通中的美元数额增长的速度远高于用于支撑货币的黄金的实际规模的增速。这一海外所持美元与美国黄金储备之间的错位对于货币交易者来说就像偷腥的猫看到的鱼，他们持续不断地挑战美国对35美元等值于一盎司黄金的承诺。关于怎么击退货币投机者，教科书上给出的答案是提高利率；较高的利率会减缓美国的经济增长，同时会由于从海外吸引回更多的美元而减少进口。但是，肯尼迪当选是要“让这个国家重新运转起来”，而较高的利率只能是他不得已而为之的最后选择。美联储时任主席威廉·麦克切斯尼·马丁（William McChesney Martin）是一个观念传统的人，他打算提高利率，而国会是狂躁的。在进行了几轮交锋之后，行政当局最终决定对购买外国债券征税。

沃尔克负责起草税收法案，而且很快就发现了华盛顿的想法和行动之间的巨大鸿沟。需要扶持的产业一批又一批，而来自国会的支持者络绎不绝，他们都要求得到豁免——一直到沃尔克意识到，这些越来越多的裂痕将会严重伤害此次征税的初衷。他最终力主以一个几乎是“纯”法案的方式通过，把豁免降到了最低。

他和他的领导们都很高兴地看到了投资外流几乎在税收法案生效的同时马上就出现了急刹车。至少，数据显示的情况是这样。但是，沃尔克也清醒地意识到下降可能只是一个假象，因为几乎在新税种生效的同时，在刚崭露头角的“欧洲美元”市场上出现了急剧上涨的情况。投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者们不再把在海外赚得的美元汇回美国，而是存入外国的银行或者美国银行的外国分行，这样，他们就可以在欧洲重新进行投资，而不用担心税收的问题。由于海外美元具有隐蔽性而且不断增长，其最终成为全新的危机产生的根源。

布雷顿森林体系的解体：尼克松时代

沃尔克在 1965 年回到了大通曼哈顿银行，随后在 1969 年又重回财政部。他回到华盛顿领受鲁萨当年的职务，在新的尼克松政府内担任负责货币事务的财政部副部长，正好在布雷顿森林体系最终解体的时候主持着相关的工作。除了一国主导全球储备货币所引发的紧张局面，又出现了对战后货币秩序的意识形态方面的新的挑战。这就是芝加哥学派货币学说提倡者提出的“有效市场假设”，并且在米尔顿·弗里德曼的大力推动下，很快得到了广泛的认可。对于货币主义者来说，任何操纵国家货币的企图注定都是要失败的。官僚式地固定利率肯定是要犯错的，而且这些做法本身就是影响市场效率的最主要的障碍。最好的途径是让所有的货币自由地浮动。市场的各种力量很快就会给每种货币定出准确的价格；后续的调节会是平稳和持续的，这些调整反映的是经济现实的本质。在沃尔克自己对这段历史的回顾中，他以蔑视的语气说，芝加哥学派所希望的平稳调节“根本不是 20 世纪 30 年代的经验”。然而，在那个时候，人们不得不承认，20 世纪 30 年代可能是一个独一无二的特例；从先验的角度说，人们不可能证明货币主义者是错误的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

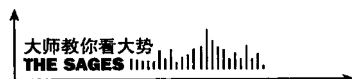
不过，货币主义者们理论上的反击只是强化了这种意识，即认为维持现有的体系根本就不现实。储备货币地位给发行货币的国家提供了两大特权。首先是储备货币国家的货币在国际市场上获得了溢价，因为如此众多的国家的国库都必须购买它作为自己的储备。其次是储备货币国家借外债的时候总是以本国货币的方式，所以如果其国际债务成了无法承受的负担，它可以通过加印钞票的方式来偿债。

但是，要获得这些特权也是要付出代价的。发行货币的国家显然承担着保持国际货币稳定的责任，这限制了它在国内采取扩张性政策的自由。维持美元的黄金价值与肯尼迪在 1962 年所提出的增长要求相矛盾，尽管这一要求通过外国证券税的实施进行了些微调。从 1965 年开始，林登·约翰逊（Lyndon Johnson）开始以巨额的预算赤字来为越南战争和国内的计划提供资金。当沃尔克回到财政部的时候，如洪水般涌入的新投放的货币已经产生了通胀压力，同时也引发了对美元—黄金挂钩体制的市场攻击。

而且，再一次出现的情况是，现成的药方——提高利率并减少借款——根本无法考虑，因为这与理查德·尼克松想赢得第二任总统任期的想法相冲突。

尼克松政府任期的头两年，经济运行方面面临着非常大的困难，整个政府都对即将到来的 1972 年大选充满了深深的忧虑。在约翰逊总统任期的 5 年中，通胀严重，但是真实的，或者说扣除通胀因素后的年增长率超过了 5%。然而在 1970 年，增长率下跌到接近零，而通胀率接近 6%——这对于选战的启动来说简直就是一个梦魇般的数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



操控的空间非常有限。1970 年的联邦赤字已经与约翰逊时代不相上下，所以，财政刺激似乎只是促进更严重的通货膨胀。不断攀升的石油和其他商品进口已经将美国的贸易账户推入了逆差之中，所以大量的美元掌握在外国人的手中，而且国际货币炒家的攻击比以往任何时候都更有恃无恐。

但是，像尼克松这般果敢而有天赋的政治家屈指可数。他在 1971 年 8 月用直升机将他的整个经济管理团队载到了戴维营度周末，对此，白宫经济顾问委员会成员之一赫伯特·斯坦（Herbert Stein）预言这“可能是自从新政以来经济史上最为重要的会议”。在这场由身材魁梧的得克萨斯民主党人，财政部长约翰·康纳利（John Connally）主持的会议结束之后，尼克松宣布他将减税，对整个经济体进行工资和物价管制，对所有进口产品征收附加税，废除用黄金赎回美元的承诺。

作为财政部负责货币事务的人士，沃尔克在戴维营的会议上扮演着主要的角色。他对此事的记忆更多是关于政治上的教训。在做出了最后的决定之后，他负责起草尼克松和康纳利的讲话稿，宣布这个变化。他回忆道，他的草稿是“一篇典型的货币贬值讲话稿”，满纸都是“自我的指责”。沃尔克的草稿交给讲稿写作高手威廉·萨菲尔（William Safire）后，最后拿出来的是一份“胜利和全新开始的”宣言。

从政治上看，这是一个绝妙的着数。由于有到位的价格控制，尼克松和他的美联储主席阿瑟·伯恩斯（Arthur Burns），可以加大货币供应的力度，而不用担心价格上涨——1971 年，狭义和广义的货币供应均跃升了 10%，这在当时是有史以来最大幅度的上涨。经济增长驯服地出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恢复的势头，在1972年的大选年回升到了5%以上——正好是政治学权威们所要求的。

消费者对平抑价格的做法很满意，而大企业喜欢减税措施、进口附加税，以及价格控制。只是在一个周末，尼克松就将它们从工会的加薪压力、供应商的高价格以及外国企业的竞争中解脱了出来。在1971年年底，美元大约保持在一盎司黄金兑44美元。从黄金的角度看，美国的贸易伙伴所持有的美元损失了25%，特别是日本，它当时持有大量的美元盈余。

尽管尼克松领导经济实现了着陆，但是经济中的缺口还是太大了，无法掩盖。1971年工资与价格的“90天冰冻期”——这是最开始时的说法——持续了3年。控制政策往往是实施容易取消难。基础性的通货膨胀发展到了爆发的临界点，而无法避免的烦琐的众多规定给某些幸运的人或者与政府关系密切的人提供了有利可图的微小的缝隙。有组织的工人在1974年停止了合作，但是此时尼克松已经深陷水门事件的陷阱之中。国会在春天强行结束了除国内市场上石油价格之外的所有价格管制。管制的解除触发了两位数的通货膨胀率，这也是自20世纪40年代以来的首次，整个国家在1974年和1975年遭受了巨大衰退的蹂躏。美国竞争力的急剧衰退在持续着——1977年，克莱斯勒只是在破产的最后一刻获得了政府贷款才得以幸免。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贬值的美元

1973年欧佩克一飞冲天的石油价格，进一步助长了20世纪70年代后半段时间标志性的、如脱缰野马般的通货膨胀，究其本质，其实就是美元浮动的一个直接后果。至1973年，当欧佩克国家让石油价格上涨至3倍的时候，美元跌到了大约一盎司黄金兑100美元的水平，或者说大约只是其以前价值的三分之一。然而，美联储继续印制钞票来应对不断膨胀的进口账单。

石油几乎都是用美元作价，而且大部分石油出口商与美国都有很紧密的联系，在美国银行的海外分行处理他们的银行事务。所以，美国银行的海外分行开始建立大规模的海外存款账户——欧洲美元得到了沃尔克外国证券税政策的大力促进。经济学家开始面对“石油美元循环”的挑战而挠头，而且福特政府也急迫要求银行提供帮助。

银行不需要任何的指点。它们已经将它们的欧洲美元存款再贷给那些欠发达国家（LDC），这些国家也遭到了价格上涨的沉重打击。最受青睐的是阿根廷和墨西哥，原因是这两个国家拥有大量的石油储备来为其债务提供担保，但是巴西也被列入了受欢迎的名单之中，最主要的原因是它的幅员辽阔。“幅员辽阔”是很关键的：银行开设海外分行最主要的目的是为它们那些分布广泛的有价值的美国客户服务。它们在贷款和信贷人员队伍的组建方面没有太深入，而且它们的石油美元存款增长速度如此之快，以至于它们必须进行批发操作。由于石油美元贷款几乎都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由借款国政府担保，因而可以被归类为“主权债务”，被认为是风险评级中的最高等级，所需进行的信贷工作则是最简单的。

石油美元贷款在全球流动性方面产生了一个巨大的高潮。(假设沙特阿拉伯从美国取得10亿美元的石油收入，并把它存到美国银行，这家美国银行把它借给巴西，巴西又买入另外的10亿美元石油，这笔钱再存入美国银行，然后……等等。) 到了1982年，欧洲美元余额膨胀到了1万亿美元的净值，其中的大约四分之一与欠发达国家贷款捆绑，而绝大部分，即1 760亿美元，仅限于4个国家：墨西哥、阿根廷、巴西和委内瑞拉。这部分钱据称是用于增加财政收入的项目，但是大量的资金被分流到了补贴、政府的现金支出或者纯粹的腐败之中。

来自经济学家和央行人士的警告被当成了耳旁风，保持警醒的人士当中尤其值得称道的是花旗银行的沃尔特·里斯顿（Walter Wriston)。1981年花旗银行的一份正式报告满带嘲讽地指出：“在汹涌澎湃的欧佩克存款的冲击下，银行拼命追逐质量不断恶化的贷款，其概念完全就是《爱丽丝梦游仙境》那样的幻影。”

全球美元洪水最引人注目的后果是急剧上升的通货膨胀率，特别是在美国，那里的消费价格在20世纪70年代后期以两位数的速度增长——这是美国历史上唯一的价格出现如此快速增长的时期。肯尼迪的那些支持高增长的经济学家事实上定下了一个2%的通货膨胀率来促进增长。凯恩斯的需求管理技术可以让他们在扩大需求的范围同时又在通胀超出安全范围的任何时候及时起到控制作用，对于这一点，他们很有信心。然而，通货膨胀持续加速，因为与越南战争相关的支出在1966年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也突飞猛进。到林登·约翰逊离开白宫的时候，通货膨胀率是4.2%，而到1970年持续攀升至5.9%。

然而，通货膨胀真正的罪魁祸首是阿瑟·伯恩斯，这个在尼克松任期和杰拉德·福特（Gerald Ford）任期内连任美联储主席的人。他关于保持货币稳定性的那些义正词严的讲话，为他赢得了国家“第一号反通胀斗士”的名声。但是在美联储内部，按照研究美联储的历史学家威廉·格雷德（William Greider）的说法，他被看成是一个“傲慢的骗子”。正是伯恩斯，为了尼克松1972年的选战及时地增加货币供应来刺激经济，而且在吉米·卡特（Jimmy Carter）入主白宫后拧开了信贷的龙头，不排除希望据此获得重新任命的想法。

美元的洪水也推高了黄金的美元价格——实际的效果是，美元正在成为一种不断贬值的货币。在欧佩克国家备受关注的那段时期，以黄金计算的石油价格实际上在20世纪70年代末期要低于这些国家在1973年涨价之前的价格。出于自卫，它们在1979年再次把价格提高至3倍。由于在1979年黄金的美元价格在每盎司233美元至578美元之间波动，欧佩克仍然在以黄金计算的油价上吃亏。在次年，当美元跌至每盎司黄金850美元的价格时，石油的黄金价格也达到了前所未有的低点。

紧接着戴维营公告后的那几年，沃尔克把他的时间都花到了与美国最大的贸易伙伴建立稳定的货币关系的努力上，但是都无功而返。随着建立起新框架的希望日益渺茫，他在1974年辞去了财政部的工作，打算回到银行界。然而，阿瑟·伯恩斯说服他接受了纽约联邦储备银行董事长的职务，这是12家区域性储备银行中地位最重要的一家，因为它是联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

邦货币机构与华尔街以及国际货币市场联系的关键节点。1975 年在普林斯顿大学做了短暂的停留后，他在纽约联邦储备银行一直工作到了 1979 年。

在那段时间，很显然，美国已经失去了对其经济的控制，而且把其国际货币责任也搅成了一锅粥。沃尔克被召回到华盛顿，出任美联储主席，肩负着解决这些问题的重任。

应对通货膨胀

吉米·卡特总统毫不讳言，沃尔克是他心目中美联储主席的第三，甚至是第四人选。很可能，沃尔克在被任命前唯一的一次面试中过分强调美联储主席政治独立的重要性，而使得总统更加举棋不定。卡特总统的国内政策顾问斯图尔特·艾森斯塔特（Stuart Eizenstat）后来说过："选中沃尔克是因为他是华尔街的候选人。这是他们开出的价码。"沃尔克的任命总体来说是为了恢复秩序，他可以使用他认为合适的任何方式。

当沃尔克的任命在 8 月得到确认的时候，通货膨胀率在一个月内大约提高了 1%。有些左翼的经济学家认为这是可以接受的。在世界各地，为数不少的高通胀国家曾经用"指数"进行过试验——对所有的价格和工资用经过测算的通货膨胀率来进行定期的调整。传统的记账方式可能无法适应，但是用电脑来做则完全游刃有余。

更为重要的是，降低通胀的成本看起来是无法接受的。经济学家们花了大半个世纪在就业和通胀之间探寻一种折中的办法，也就是所谓的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“菲利普斯曲线”，而研究表明，这种折中的方法成本很高。“奥肯定律”的名称来自于前白宫经济顾问委员会主席阿瑟·奥肯（Arthur Okun）的姓，它证明了通货膨胀率每降低 1 个百分点，将牺牲 3 个百分点的就业率，以及 9 个百分点的 GDP！这种反通胀之战的条件不是那些传统的民主党人能够认同的。

但是，沃尔克的工作是让世界金融界重拾信心，而不是为了让凯恩斯学派大行其道。（事实上，奥肯定律是错误的；以低通胀获得高就业率是完全有可能的。）对通货膨胀的担心会重创长期投资者的信心，他们会把资金从为生产提供金融支持的债券和股票市场抽走，转而催生黄金、艺术品和房地产等“硬”资产的泡沫。世界经济仍然以美元计价。如果美元重蹈比索的覆辙，其他国家会进行相应调整，但是这需要时间。在现货市场上，石油的美元价格每月上涨 6%；黄金价格在一个月内跃升 28%。一场魏玛式的超级通货膨胀，以及一场惊天动地的大衰退并不完全是空穴来风。在 1979～1982 年间，那些每月定期到美联储会议室参加联邦公开市场委员会政策讨论会议的银行家和经济学家们，多次很严肃地讨论过遭遇另一个“1929 年”或者“1931 年”的危险。大家对此都心存余悸。

但是，没有哪一任美联储主席是完全独立的，甚至沃尔克也算不上，虽然他在获得这个职位的时候也获得了非同寻常的决策自由度。所有重要的决策都是由联邦公开市场委员会来做——这个委员会包括了美联储董事会的 7 名董事，加上纽约联邦储备银行的总裁，以及以轮换的方式从其他 11 个区域性联邦储备银行的总裁中选出的 4 名。由于金融行业在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

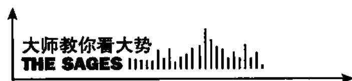
重要的问题上不喜欢进行分歧性投票，美联储主席通常情况下将尽最大的努力来确保一致意见或者接近于此的决定。美联储主席还必须要观测政治风向。总统可以指责他破坏了经济，而国会议员则可以将他拖入无休止的听证当中。就算像沃尔克这样最坚强的主席也无法接受在公共场合受辱。

沃尔克到任后，特别不能忽视那些刚刚志得意满的货币主义者，他们的头顶闪耀着当代政治经济先知的神圣光环。如果通货膨胀真如米尔顿·弗里德曼所教授的那样，总是源自于过量的货币供应的话，那么降低通胀最有效的方式就是减少货币供应。货币供应等于货币存量——"M_1"或者现金及支票账户——乘以其周转率或者"速率"。由于速率在长期来看大体上是不变的——或者按照弗里德曼的说法，就是不变的——美联储可以通过简单地确保 M_1 的增长接近于实体经济的增长率来达到稳定价格的目的。华尔街人士是这种理论的狂热追捧者。

沃尔克和他的大多数联邦公开市场委员会同事都不是弗里德曼主义者，不喜欢利用传统的美联储短期利率操纵工具——最初的"美联储基金利率"，即联邦储备银行间互相对自由准备金贷款所采取的利率——来收紧或者放开银行储备。（如果美联储开始买入由公众持有的国库券，这将会增加公众和银行系统所持有的现金，反之亦然。）

理论上说，由于银行贷款，或者提供信贷，是货币供应最原始的驱动力，美联储基金、银行储备和 M_1 之间应该以一种基本可以预期的相互关系上下变动。但是在现实生活中，情况却不是这样。美国的信贷市场是很深的海洋，而美联储只是在偏僻海岸处一个微不足道的小水闸。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



水闸处发生的状况可以传到海洋里，但是往往被周边的噪音所吞没，根本不可能追踪到其最终的效果。经验告诉我们，没有任何理由去期待货币供应方式以及利率和储备之间的紧密联系。事实上，在相当长的一段时间内，它们会发出完全不同的信号。在不精确的工具选择中，经验老到的美联储官员通常喜欢以利率的方式来向公众发出信号，因为这些信号是商人们最容易理解的。

关于沃尔克战胜通货膨胀，最标准的说法是他是通过坚定应用货币原则来实现的。由于他从来没有被看成是货币主义者，在差不多40年之后我问了他一些关于明显的身份转变的问题。他说："货币主义者的身份当然也是事实，我发现它很有用，既可以用来解释我们在做什么，也可以用来约束我们自己。"

我把这看成是一种可以接受的外交辞令。联邦公开市场委员会在此期间的资料清楚地表明了他在应用货币原则上转变的情况，以及其他大多数成员转变的情况。比如说，在接到任命后不久，在联邦公开市场委员会已经同意收紧美联储基金利率后，沃尔克说：

> （我们）也得对货币的增长表示一些抵制。我注意到了那仍然是我们获得政治支持的源泉。我们也不是每天都会收到来自（众议院）黑人同盟（Black Caucus）领导人敦促我们对货币供应采取更多限制的信件。所以，无论我们今天做出什么样的决定，我都会把那些信件放在我的心里。

在公开宣扬货币主义的里根政府上台后，走向货币主义主流思潮的

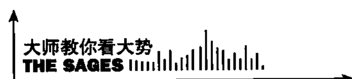
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压力更大。就职典礼结束几周之后举行的一次联邦公开市场委员会会议上，或许是委员会内唯一最纯粹的弗里德曼主义者的圣路易斯联邦储备银行总裁劳伦斯·鲁斯（Lawrence Roos）警告说："行政部门的人……将把我们看成是（执著于货币主义的）鹰派，而且我们也能通过这种情况为我们的做法虚张声势。"

沃尔克另外那些万般挑剔的观众是主要工业国家的财政部长和中央银行行长。当沃尔克 1979 年 10 月在贝尔格莱德参加一次中央银行会议的时候，他发现自己受到了自己的同行，特别是德国央行行长的指责。沃尔克此前在他的提名听证会上表达了强烈的反通胀立场，而且在他的首次联邦公开市场委员会会议上直截了当地提高了利率。但是在 9 月的会议前后，经济似乎走向衰退，联邦公开市场委员会采取了维持现状的立场，但是只是通过投票表决才得以通过。分析师把这种情况解读为对通胀的态度出现了动摇。来自于其他中央银行同行的反对如此强烈，以至于沃尔克不得不缩短了他的行程，紧急召集联邦公开市场委员会在 10 月 6 日召开会议。在向委员会进行了简短的汇报之后，沃尔克说，其他国家的部长们"非常不安"，而且"在外面进行的讨论非常艰难"。市场"波动太大"，他对他的那些同行中间存在的"感觉的深度"感到非常吃惊。尽管会议的记录是严格保密的，他还是坚持要求在讨论他所说的那些具体问题的时候关闭了录音设备。

为了明确表达美联储的承诺，沃尔克说他考虑对货币供应正式采用货币主义理念。他没有掩饰他被改变了的事实。但是他认为"通过改变一点想法，我们或许可以实际上做到花小钱办大事……我并不是说那种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



推断是正确的，而只是我认为它是符合市场心理的”。

但是他警告委员会说：

我们有可能陷入技术的陷阱，这种技术不是十分适合比较长期的情况，甚至可能到不了1980年。这种技术或许需要采用利率或者其他我们在现在的处境下会很不愿意采用的手段，然而，不这样做，我们很难守住我们的阵地。我认为我们也不得不考虑，在明明知道没有能够确保我们想要达到的目的的技术手段的情况下，现在将主要的注意力放到货币供应的目标上可能存在的风险……在实现今年制定的目标，造出了这个技术上的改变的声势之后，我们会及时收手。

沃尔克主持了投票，并且举行了一次不寻常的晚间新闻发布会来宣布这些新的政策。短期利率被重新设定为13.5%，这在当时是历史上的最高水平，而且银行将面对新的贷款限制。然而，最显著的焦点是沃尔克宣布，货币政策转向严格的货币主义；通胀可能会通过严格的货币控制而得以下降。如果他所期待的是看到惊恐的效果，那么他是如愿以偿了。在华尔街股市纷纷跳水的混乱中，《纽约时报》以《沃尔克先生的凡尔登》为标题发表了社论：

当美联储主席保罗·沃尔克在侃侃而谈的时候，华尔街竖起了耳朵倾听。这是迄今为止从美联储发布（公告）后造成的金融市场混乱中能够得出的唯一结论……需要花几个月的时间，我们才能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 清楚沃尔克先生的休克疗法是否会满足美国人消除通胀的期待，还是只是把本来已经很严峻的局面弄得更糟糕。很遗憾的是，优势并不在沃尔克先生一边……沃尔克先生是一个赌徒。他眼高手低。整个国家都会希望他能够冒险胜出。

沃尔克确实搞定了通货膨胀中最困难的部分。与常规的故事相反，他并不是通过严格控制资金来实现他的目的——尽管他做过了这种冒险尝试，他站在货币主义者的立场上所担心的危险还是都一一应验了。在随后的 3 年间，他牢牢地掌控了这个一路狂奔的国家。

在美联储进行货币主义理论试验的最初几个月，情况还相当不错，至少表面上看是这样。货币供应的数字按照沃尔克所说的方式变动，尽管内部的人员承认他在“处理货币增长方面一直比较幸运，基本上能够与委员会的想法相吻合”。

但是实体经济的成果却非常糟糕。尽管货币增长不快，而且在整个秋季美联储基金利率都在 13.5% ~14% 之间，但通货膨胀实际上在加速，这主要受到了欧佩克大幅提高油价的驱动。1980 年 1 月，通货膨胀的年增长率达到了 18%，消费支出的上涨甚至更快，而外国人仍然在抛售美元。美联储工作人员预测 1980 年经过通货膨胀调整后的增长率为 -2.2%，这将是 1946 年大规模军人复员以来最差的年份。

当时，华尔街像把脉一样认真关注的货币数字疯狂了。令人觉得不解的是，自由市场货币主义者居然没有想到，如果美联储严格监管常规的货币储备，逐利的银行可能会发明新的技术来逃避监管。它们很快就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样做了——扩大高回报的货币市场共同基金、含利息的经常账户、电子交换系统以聚拢企业的现金，等等。在接下来的一年半的时间里，在每个月例行的联邦公开市场委员会会议上，对货币供应数字的讨论总是弥漫着一种半带讽刺意味的绝望气氛——美联储能够通过什么方式来变更“货币”的定义，以便他们能够正常监管，而不造成别人对其真正货币主义者身份的怀疑?

到 1980 年 5 月，他们陷入了困境。出于某些原因，货币供应的数字呈自由落体式下降，利率也开始降，与此同时，实体经济和通货膨胀则双双突飞猛进。货币主义者的理论认为，这个时候应该无所顾忌地增加银行准备金。而传统主义者出于本能，都认为那太疯狂了——无异于在熊熊燃烧的大火上泼洒汽油。换句话说，委员会处在了沃尔克在上一年 10 月曾经警告过的那种困境里。事实上，它导致了货币供应的下降是真实的，但是这只是对卡特政府限制消费信贷以及总统呼吁公众毁掉手中的信用卡的一种暂时性的反应。(有数十万人将他们剪毁的信用卡寄到了白宫。) 当然，联邦公开市场委员会成员有些模糊的认识，信贷控制或许会造成货币供应数据的突然改变，但是要有肯定的说法还为时过早，而且没有人怀疑这样所造成的影响将会是巨大的。

以下是争论的一些例子：

鲁斯先生（忠实的货币主义者）：现实世界中，（至少是）在我生活的这个现实世界中，很多人都在不怀任何希望地期待，当这种不协调的情况出现，我们会按我们曾经说过的去做：眼睛盯住（货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币供应的）靶子，让利率浮动……

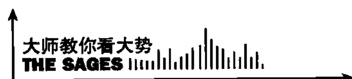
沃利克（Wallich）先生（传统主义者）：这主要是给货币供应赋予一种意义，我很难看到任何经济学家会这样做。货币供应是获得（期望的）利率的一种手段。

帕蒂（Partee）先生（忠实的货币主义者）：嗯，我们已经向国会宣布了我们的目标，不是依据利率，而是依据（货币）总量。我们从来没有在我们的目标中向国会提到过利率……

舒尔茨（Schultz）先生（传统主义者）：我很吃惊，我必须承认是被搞糊涂了，居然有这样的事，我今天早上在这张桌子边没有听到通货膨胀这个词。我想说的是，仅仅两个月以前，我们快被这件事情逼疯了……在这个国家没有多少人了解我们从联邦基金（利率）的工作目标转换到了准备金（货币供应）的工作目标。但是很多人知道美联储所做的这一切在对抗通货膨胀的战斗中至关重要……（而放松货币供应，可能会加速通货膨胀。）

委员会以10∶2的投票结果压制了那些怀疑，决定坚持货币主义，并增加了准备金。令人觉得很奇怪的是，两张反对票来自于两位忠实的货币主义者——鲁斯和帕蒂——可能是因为联邦公开市场委员会没有按照正统学说所要求的那样快速地把货币总量降下来，也可能因为委员会保留了在利率波动太大的时候进行干预的权利，这对于货币主义者来说，是一个原则性的问题。按照鲁斯不断重复辩解时所说的，货币主义者关注的是货币，而利率则是该下跌多少就是多少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



新的政策是一个灾难。利率的下跌就像一块石头坠地，第四季度实际的经济增长率从零跃升至让人吃惊的7.6%，而通货膨胀率重新回到了高达两位数的水平。这给世界传达出的信息是美联储已经黔驴技穷了。在秋末冬初的大部分时间里，沃尔克有效地进行着他的政治表演——出现在国会会议上，发表演讲以及发布新闻通稿，尽一切努力重塑人们对他的反通货膨胀战争的信心。

在紧接着到来的冬季进行的一场冗长的联邦公开市场委员会讨论认为，除了委员会内少数几名顽固分子外，所有人都明白他们身陷海森堡式的陷阱之中。通过将政策紧盯住单一的变量——货币供应变量的性质被改变了。正如大家所解释的，如果货币增长受到了严格的控制，利率可能会高度波动；反过来，如果利率受到严格的控制，波动也可能传导到货币数量上。一位委员说："我认为1981年将会成为我们谁也搞不清 M_1 真实的意义到底是什么的年份。"

作为一种现实的做法，在联邦公开市场委员会维持其货币主义的说辞的同时，沃尔克把委员会关注的焦点转回到了对利率的挤压上。到1981年1月，美联储基金利率达到了闻所未闻的19%，而3个月期国库券的收益为20%。利率的飞速增长从1980年的最后一个季度延续到了1981年的第一季度，但是经济在当年的其他时间里陷入了衰退之中。随着美联储不留情面的紧缩政策在越来越严重的衰退中持续，国会中反对的声浪出现了。里根在4月发表的铿锵有力的支持声明为他赢得了赞誉："我对美联储已经公布的这些政策充满信心……无论是现任政府还是美联储都不会同意退回到那些制造了目前困境的财政和货币政策上去。"

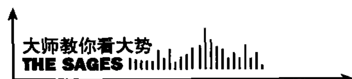
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1982 年的经济增长率是 -1.9%，是整个战后时期表现得最差的。失业率在 1979 年是 5.8%，现在跃升至 9.7%，要不是出现了不同寻常的大量退休人员，应该还要更高。通货膨胀的速度有所减缓，但仍然停留在两位数。

人们对这种情况的容忍达到了一个令人惊异的程度。在 1982 年春联邦公开市场委员会的一次会议上，一名地区性的美联储领导人报告说，在他的辖区内，无论是商界领袖还是工会领袖“都感受到了非常严峻的经济衰退的压力”，但是都“认识到这是抑制通货膨胀过程中的一个组成部分”。“甚至在工会组织中，”他说，“存在着一中强烈的共识，而且人们真诚地希望我们能够继续着力于解决长期的根本性问题，而不是对眼下的痛苦做出反应。”几乎在同一时间，沃尔克接受了一个去住房建造者协会的年度大会上发言的邀请——他心里有些忐忑，因为这是所有行业中遭受打击最大的行业之一。沃尔克的讲话语气是强硬的：“我们所有人都希望看到复苏……（但是）更为重要的应该是为今后多年的可持续增长奠定基础……（如果）我们放弃对抗通货膨胀的努力……我们过去已经吃过的那些苦就白吃了——而且我们只是推迟了更加痛苦的报应到来的时间。”让他吃惊的是，他的讲话赢得了与会者长时间的起立鼓掌。

然而，到 1982 年年中，对持续的高利率的担忧笼罩着联邦公开市场委员会的讨论。沃尔克谨慎地放出了不管货币供应数据是什么情况，他都不会放任美联储基金利率超过 15% 的口风。《纽约时报》称之为“新实用主义”的迹象，而且在随后的几个月之后，大家都明白货币主义试验结束了——货币供应数据具有信息的价值，但是操纵货币存量的经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后果太不准确，无法被用做有用的政策工具。令人诅咒的通货膨胀在年中的某个时间爆发，而下半年的消费者物价指数（CPI）的增长又很平稳。到年底，美联储基金利率下降到了比较合理的 8.7%。经济增长率在第四季度刚刚变成正数，但是在 1983 年达到了令人敬佩的 4.5%，1984 年则大幅增长至 7.2%。美元价格飞涨了。

新的考验还将要继续。在 1983 年出现火箭似的一飞冲天的上涨之后，经济增长在 1984 年的上半年一直保持在一个非常高的水平上，重新引发华尔街对通货膨胀的担心。沃尔克相信恢复的速度太快，有可能重新推动通货膨胀。考虑到选举的需要，政府首先施加了很大的压力来维持这种宽松的政策，获得了美联储内部的相当大的支持，支持者中既有希望获得更高增长率的民主党人，也有希望为里根赢得第二个任期的共和党人。沃尔克不为所动，而且在 7 月提高了利率；很幸运，他踩下了高速增长的刹车，又确实没有让它熄火。再一次，里根发表表示强烈支持的声明。尽管出现了下半年的减速，该年度的实际 GDP 增长率还是达到了很高的 7.2%，但是通货膨胀率持续走低。1985 年的 GDP 增长率是可观的 4.1%，而通货膨胀率跌到了仅 1.9% 的水平，达到了 20 年间的低点。华尔街最终信服了：长期国库券的利率下降了，虽然中间有些小的波折，但在随后的 20 年间下降一直持续。

沃尔克已经将这个国家带出了困境。但是，为了战胜通货膨胀，美国得忍受失业率的大幅增长以及像很严重的衰退这样严酷而富有戏剧性的表现，改变了世界对美国经济管理方式的印象。在这一点上来说，美国对价格稳定的承诺被看成是理所应当的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当沃尔克1987年从美联储退休的时候，打破通货膨胀的怪圈是他留给这个国家的非凡的贡献。这一份耗费了如此多血汗的珍贵的财富在随后的20年一直不断赢得赞誉。世界轻信了美国，对其承担基本的责任和保持稳定的能力信心满满，只有在这种情况下，才会创造出如此严重的金融失衡，并最终在2007年末造成这种全面雪崩式的局面。

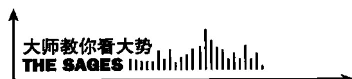
拯救贷款危机

尽管从沃尔克入主美联储以来，抗击通货膨胀的斗争是人们最耳熟能详的故事，但是他其实还处理了很多与银行有关的问题，最有名的是1982年终于暴露出来的欠发达国家贷款危机。从很多方面看，这是21世纪信贷崩溃的预兆。很多的机构玩家，比如花旗集团（当时为花旗银行），都是一丘之貉，无论是从其名称看还是从其傲慢的态度看，在整个20世纪70年代它们都专横地藐视那些来自监管机构的警告。

欠发达国家贷款业务对于银行的吸引力与21世纪的那些野心勃勃的业务具有太多相似的地方——差不多半数以上的美国大型“资金中心银行”通过打包贷款方式向发展中国家，特别是拉丁美洲国家发放了巨额的贷款，随后通过整个银行系统进行整合。政府在解决危机的过程中遇到的一个麻烦是贷款坏账遍及整个国家——甚至地方性的小银行都自豪地报告它们从大通或者花旗获得的银行财团贷款的份额。

而整个业务的程序几乎就是一种不计后果的行为。那些为达到中等发达水平而奋斗的贫穷国家获得了数以百亿计的贷款，这些贷款以美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



计价，利率是浮动的，而且利率在 20 世纪 70 年代的通货膨胀中急剧上升。当它们无法赔付的时候，就对贷款进行展期，加上未付利息后则再次展期。截至 1982 年，20 世纪 70 年代中期发放的数以百亿计的贷款已经膨胀为 3 270 亿美元的拉丁美洲美元债务——几乎全部都在是墨西哥、巴西和阿根廷这三个国家。按照规定的展期计划，再过几年之后，债务总额将突破 5 000 亿美元的大关，换句话说，几乎是它们的 GDP 的总和。

最终，欠发达国家贷款与美国的通货膨胀紧紧地缠绕在一起。美元的海洋在世界各地掀起的风浪削弱了美国财政的可信度，破坏了以黄金计算的美元价值，而且将石油和其他商品的价格推得越来越高。相反，当沃尔克开始调高美国利率的时候，美国浮动利率下的贷款利息变得令人难以置信地高，排除了这些贷款可能会被偿付的最后一点可能。

广为蔓延的欠发达国家贷款违约是造成那些最大的美国银行破产的根本性的原因。尽管它们已经非常坚决地大量抛售了它们的贷款，但在 1982 年，八家最大的美国银行自己的账上还有近 600 亿美元贷款，大约是它们全部贷款的六分之一，全部资本的大约 2.5 倍。简单来说，它们在能够获得援助之前就已经支撑不下去了。

危机终于在 1982 年来临，当时墨西哥无力偿付贷款——与其违约声明一起公布出来的，是对更大的一笔贷款的要求。沃尔克在一次联邦公开市场委员会会议上火冒三丈地斥责“自由散漫的 10 年”：

> 迟早，墨西哥将会陷入困境。它去年借了 200 亿美元。而且天知道只要还能借到，它今年在陷入困境之前还会再借几百亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元……但是我认为，非常显而易见，墨西哥会去借它能够借到的全部贷款，而且所有的银行还是会贷给它，另外在某一时点上，这一切都会做个了结。而这将会是一个危机的局面。

他的这次气急败坏或许是可以原谅的。他执掌美联储才刚满3年，而欠发达国家贷款危机有可能成为他的第四次银行援救。在1980年，他曾经花费了好几周的时间安排十多亿美元来救助愚蠢地试图垄断白银市场的银行财团，这个银行财团由两位声名狼藉的单身石油大亨纳尔逊（Nelson）和邦克·亨特（Bunker Hunt）主导。次年，一些纽约的银行，特别是大通，放任一家名不见经传的政府债券交易商德莱斯戴尔证券（Drysdale Securities）负责一笔根本就站不住脚的40亿美元的头寸，这足以使这些华尔街公司像保龄球一样依次被击倒。沃尔克费了九牛二虎之力迫使大通和其他几家银行分摊了亏损——大通一家分担2.5亿美元。

此事之后的一个月，一家位于俄克拉何马的零售银行佩恩广场银行（Penn Square）又爆出20亿美元的高风险石油贷款组合，这些组合又通过打包转移到了更大的银行的身上——一半给了伊利诺伊大陆银行（Continental Illinois），这家银行当时是美国的第四大银行，份额排在第二位的是大通。随着石油价格暴跌，该组合几乎没有了任何的价值。佩恩广场银行在联邦政府付出了超过3亿美元的保险赔付后关门了，而伊利诺伊大陆银行则步履蹒跚，一直到1984年被联邦政府托管。

当然，那些问题无法与欠发达国家贷款危机同日而语。沃尔克在1982年的联邦公开市场委员会秋季会议上评论了这些挑战：墨西哥由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 000 亿美元的外债正处于“非常困难的政治转型期”，而且“我不认为在那种具体的状况下还会有人把大量的钱存到银行里”。阿根廷“不能够在市场上筹到所需的资金，而且已经债台高筑”。厄瓜多尔“正面临在好几周的时间里没有能力偿债的麻烦”。智利“目前无法为自己筹到资金，只好快速地花光它的储备”。玻利维亚“基本上处于违约之中”，哥斯达黎加和秘鲁的情况也大同小异。就算像巴西这样的“强国”，虽然一直尽力维持着健康的做法，但也已经没有能力控制其债务了。美联储的调查也显示数量“令人吃惊”的中小型银行也参与到了对欠发达国家的贷款中，大多数是通过从那些大银行购买了贷款加入进来的。

沃尔克毅然决然地做了一个令人沮丧的总结：

> 我不得不说所有这一切将对金融市场造成相当大的影响，而且到处都是愈演愈烈的混乱，某种程度的垂死挣扎……自生自灭……那里找不出任何真正的力量或者确定性的源泉……或许不得不采取非常的措施。除了在程度上与 1929 年堪有一比外，我们再也找不出其他可以与过去的历史对比的事情来。

在 20 世纪 80 年代剩下的时间里，欠发达国家贷款危机一直在持续。尽管联邦政府没有救助处于危险之中的那些银行，监管机构还是开始了默默的谋划——它们正式的说法是“克制”——把欠发达国家贷款看成是具有完整价值的资产，以便那些银行可以假装是具有偿付能力的，并在此期间慢慢地重新恢复它们的资本和储备。这个时期的大多数时间里，银行的盈利能力和股票价格表现都非常糟糕。拉丁美洲国家在 1982 年和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1983 年处于严重的衰退之中，而且在 80 年代余下的时间里也只是取得了稍稍高于 2% 的经济增长率，这还没有赶上人口的增长速度。换句话说，它们变得更穷了。

一直到 1989 年，阴云才慢慢散去，当时老布什抛出了“布雷迪计划”（Brady Plan），这个名字来自于尼古拉斯·布雷迪（Nicholas Brady），一位从里根政府时代连任的财政部长。“布雷迪债券”是一种独创的可交易的新债券系列，由高折扣的国库券支持，使借款国家和银行双方都可以摆脱账簿的束缚。这个计划取得了完全的成功，而且没有花费美国纳税人的一分钱。

在所有的这些情节中，最动人心魄的是那些银行家怎么勇敢地从一个深渊走向另一个深渊。亨特垄断白银市场的企图是聪明的银行行为的对立面。在德莱斯戴尔证券和佩恩广场银行的例子里，对利润的追逐甚至践踏了检查借款人的借款目的的基本原则。

在欠发达国家贷款的例子中，监管机构被严厉地批评出现了在关键的时刻打瞌睡这样特别严重的疏忽。但是它们在 20 世纪 70 年代中期已经开始提高了警报的等级，而且沃尔克在 1980 年直接对花旗银行的主席沃尔特·里斯顿表达了关切，而花旗银行也是欠发达国家贷款最大的发放者之一。据报道，里斯顿告诉沃尔克说：“主席先生，我完全不同意您的说法。这些国际贷款是我进行的贷款中最好的。这上面出现的违约情况很少，我的利润非常不错。”（这与后来花旗集团的查克·普林斯在 2007 年所宣称的几乎是完全一样的话语。）如果监管机构在这个过程的早期就已经开始强迫他们减计欠发达国家贷款的资产价值——而事情本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来就确实应该是这样的——那么里斯顿和他的那些高管朋友或许会叫嚷这是血腥谋杀，而国会应该会坚定地支持他们。

市场分析和评级机构的作用特别令人失望。比如佩恩广场银行危机发生的时候，伊利诺伊大陆银行被誉为“运行得最好的金融中心银行之一”。金融中心银行发行的债券通常都获得最高的评级，一直到欠发达国家贷款危机爆发占满了所有的财经版面之前都很难引起丝毫的关注。如果评级者没有看出银行的增长主要依靠大量的高风险借款人的话，他们至少也应该咨询一下美联储。

像沃尔克这样的职业生涯，培养出了一种完全不受欺骗和教条影响的世界观。听听沃尔特·里斯顿对欠发达国家贷款质量的信誓旦旦。听听理论派的新凯恩斯主义者对他们能够控制通货膨胀的坚信不疑。看看一群群不同的学者怎样解释没有监管的市场如何使风险最小化。或者看看那些政客在选举年中要求更快增长的大言不惭。

当你与沃尔克交谈的时候，或者去听他的演讲时，你听到的是一种来自于在经济政策中心浸淫四分之一世纪的经验的精华。应用常识。关注不均衡。在快速增长中选择适当的增长速度——这样，增长能持续的时间更长，而且不会以灾难结束。小心那些对自己的模型坚信不疑的经济学家。对市场要有信心，但是不要相信华尔街。永远也不要依靠那些通过用别人的钱冒险来致富的人所给出的建议。接受确实存在着不需要监管机构进行监管的金融家这样的说法（但是这样的人都已经灭绝了）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潜在的风险

银行不负责任的行为是金融市场正在发生着深层次变化的征兆。乔治·索罗斯在他1972年关于“银行业的成长”的备忘录中预见到了这些问题中的大多数。传统上，美国的借贷主要有三种制度性的安排。住房抵押由地方储蓄与贷款机构负责。商业借款主要来自于银行。而生计贷款是劳资双方之间的安排，他们通常每年进行谈判，贷款水平随公司的销售和收入的情况波动。长期的借款，像商业抵押或者产业项目融资，则与保险公司放在一起，或者在债券市场上获得融资。

在20世纪70年代，这些界限逐渐被打破了。不稳定的利率摧毁了储蓄与贷款机构。（储蓄与贷款机构用短期的存款来为长期的固定利率抵押贷款融资。如果存款利率跃升至高于它们对抵押利率的约定，它们将破产。）华尔街投资银行拿走了最赚钱的银行产品。IBM为什么要为自己的营运资本支付银行利息？用它自己的名义借，贷款可能会更便宜。所以，华尔街发明了“商业票据”。甚至只收取很少的承销费，美林或者摩根士丹利就可以为IBM开发出一条资本线，通过出售IBM的票据来为它融资。说白了，银行陷入了以微薄的费用为投资银行提供信用额度来支持它们新的商业票据业务的困境之中。

这种情况持续了一段时间，但是银行开始反击了。大多数的投资公司仍然是合伙制，没有商业银行所具有的那种深厚的股权基础。投资银行家更加聪明而且外表也更光鲜，但是公司的建议在与被锁定的资金捆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绑在一起的时候往往会更受欢迎。从 20 世纪 80 年代末期开始，银行受到了过去的“格拉斯－斯第格尔墙”（Glass-Steagall Wall）的打击，一直到 1999 年“银行控股公司”开始盛行后才有所改观。

但是这个游戏还是需要两个人玩。那些大型的投资银行一家接一家变成了上市公司——美林、高盛、贝尔斯登、雷曼兄弟、摩根士丹利。资本倾泻而入。高盛应该是第一家从“一级市场”赚取绝大部分销售收入和利润的上市公司——它在住房本身的价值上压注。大家纷纷跳入池子里。但是它们并不真的是进行“一级”交易。当老 J·P·摩根投身于一级交易，他赌的是他和他的合伙人自己的钱。新一代的一级交易其实是“股东”交易。公司的运作仅仅是为了获得好处。

金融业更多地成为了一种难以触摸的行业——创造并交易金融工具，而不再是进行那种长期的信贷供给及监控。历史悠久的监管机构采用并颁布的传统安全规则下的行为模式逐渐远去。金融行业的流动性和利润稳步上升，杠杆率和风险也是同样上升。这些变化慢慢蔓延了 10 年或者更久，直到到达了拐点，突然间爆发出来的风险成为了 21 世纪的标志。

沃尔克于 1987 年在他的第二个主席任期届满后从美联储退休。他与里根政府方方面面的关系越来越紧张。财政部长詹姆斯·贝克所推行的宽松货币政策和更快增长超出了沃尔克认为安全的范畴。他认同贝克关于降息的想法，认为这有一定的道理，但是他想与其他的主要货币共同实施以避免引发对美元的挤兑。在 1986 年 2 月曾经出现过一个非常紧张的时刻，当时被安排为美联储副主席的里根主义的追随者普雷斯顿·马丁（Preston Martin）以及另外三名由里根任命的委员在一次非常规的降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息决议投票中击败了沃尔克。沃尔克愤怒了。“这是一场明显的预谋，”他告诉一位记者说，“从来没有人在根本没有事先安排的情况下发动突然袭击，要求投票反对主席。”沃尔克成功地推翻了这次投票的结果——这显然是由于提出辞呈的问题，因为这很有可能会震惊全球的货币市场。两周之后，他勉强同意了降息，但是这个时候，日本和德国已经同意同时行动，所以避免了美元不适当地暴露在外的情况。

沃尔克的第二个主席任期在1987年结束。政府做出了一个姿态，邀请他继续下一个任期——沃尔克知道这不是他们的本意，而且，就算这是他们真正的想法，他也不会接受。

离开美联储之后

在沃尔克从美联储退休的时候，他收到了多个大银行或者华尔街公司的邀请，但是他对此都表现得相当谨慎，害怕成为一个拿着高薪的傀儡，或者是政府的敲门砖。因此，他加入了詹姆斯·D·沃尔芬森公司（James D. Wolfensohn and Company），一家新成立的小型投资银行。其创始人吉姆·沃尔芬森（Jim Wolfensohn）曾经是一名在所罗门呼风唤雨的投资银行家。他新建的公司立志成为一家低调的传统咨询公司，与客户建立长期的关系，而且没有做包销或者其他的造价买卖业务。这对于沃尔克来说是相当理想的。他的薪水尽管按华尔街的标准来看不算丰厚，但是对于在纽约和华盛顿之间靠政府的薪水穿梭多年的他来说，仍然是一种财务上的解脱。沃尔克以董事长的身份加入公司，在公司的业务中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也非常活跃，成为了执行董事——事实上，在沃尔芬森于1995年被任命为世界银行的总裁之后，沃尔克成了首席执行官。此时，公司的规模扩大至3倍，拥有了140名雇员，10位合伙人。1996年，公司被卖给了信孚银行（Bankers Trust），而沃尔克在接近70岁的时候，开始了作为全球金融政治家的第三阶段职业生涯。

沃尔克带进他那后沃尔芬森时代事业中的最初“形象”不是投资银行家或者国际金融圣贤的形象，尽管他在这两方面都有足够的资历。真正的沃尔克形象特征是他那坚如磐石的高风亮节以及绝对的清正廉洁，这些远远超越了他在金融方面的成就。如果哪家大公司或者哪家国际组织有信用或者腐败的问题需要处理，最好的方法之一就是请保罗·沃尔克来领导调查委员会。这样做不好的一面是他太过于看重自己的名声。他会挖掘得很深，而且他只要看到问题就会不留情面地揭露出来，而结果可能会使很多人感到尴尬。

三项高知名度的任务高度概括了沃尔克作为公正判官的职业生涯。第一项是在1996年，他是在一位瑞士的银行家朋友的热情相邀下才接受的。这次任务是领导一次对第二次世界大战以来在瑞士的银行里被暂停的大屠杀时期的犹太人银行账户进行的调查。在20世纪30年代和40年代，很多德国的犹太人害怕纳粹没收他们的财产，因而将他们的资金转入瑞士。很多存款人不可避免地死在了纳粹的手里。但是，瑞士的银行不是去积极寻找这些长期休眠账户的所有人或者继承人，反而怡然自得地坐享其成了半个世纪，从对这些资金的自由使用中获益。

调查过程就像在放映一部西部喜剧片。一开始，瑞士方面坚称他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经在1962年全面地调查了可能存在的纳粹时期的犹太人账户，所发现的这类账户很少，而且已经将这些账户转成了开户人后人的资产，或者是转给了慈善组织。在沃尔克犀利的目光注视下，他们重新调查了一遍，又另外发现了上千个账户，资产总额为4 000万美元。随后，他们的调查又稍稍增加了一点强度，发现大约15 000～20 000个类似的账户，或许可能甚至高达54 000个……

瑞士方面同时还受到了其他方面的压力——一次大型的国际诉讼，以及美国国会有关让那些秘密银行的日子更难过的鼓噪。但是，沃尔克有一种独特的集中注意力的才能，而且由于他获得了广泛的信任，他认为“公正”的解决机制可以得到广泛的接受，因为这种机制确实也是公平的。

第二项调查任务更是匪夷所思。这次调查是针对联合国1996～2003年的石油换食品计划中的腐败问题。在1991年的海湾战争之后，萨达姆·侯赛因领导的伊拉克是一个被遗弃的国家，因为大多数的西方国家拒绝与它进行贸易。然而，贸易禁运使伊拉克人民陷入了严重的困难之中，关于大规模的伊拉克儿童出现营养不良和发育迟缓的报道四处传播。

西方大国因此同意伊拉克向西方出售有限的石油，前提条件是所得收益将用于人道主义目的，比如婴儿配方奶粉、食品、维生素、药品以及类似的商品。石油换食品计划的管理委托给了联合国。从伊拉克购买石油的合同须经过招标，而所用资金存入联合国的账户。根据伊拉克官员提出的需求水平，这些钱被用来购买人道主义物资，这个过程同样也按竞争性投标的方式确定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个计划所涉及的资金数额很大，在整整7年间大约达到了640亿美元。对于腐败和回扣的指控从项目一开始的时候就层出不穷，正好契合了美国保守派人士对所有类型的国际组织总体性的反感。当联合国秘书长科菲·安南的儿子科乔·安南受到腐败指控的时候，老安南要求进行全面调查。一个调查委员会于是在2004年4月组建起来，并无可非议地由沃尔克领导。(美国保守派人士认为存在利益冲突，因为他是一个支持联合国的公民团体“美国联合国协会”的理事。)

没有任何的遮遮掩掩。沃尔克的独立调查委员会进行了差不多两年的艰苦工作，而且沃尔克本人是全职的。他们调阅了几千页的文件，其中大部分文件必须从散乱的档案中重新整理出来，他们公布了涉及范围广泛的一系列报告，超过1 000页，使整个贪污腐败的情况完全暴露出来。

人们确信，伊拉克从石油换食品计划中挪用了18亿美元。令人大跌眼镜的是，来自石油合同部分的问题是最少的。在整个计划中，伊拉克出售了640亿美元的石油，准确的违规所得为2.29亿美元。贪污腐败案中最大的问题出现在用于人道目的的商品购买过程中。在参与这个计划的全部3 600家公司中，有2 300家向伊拉克进行了违规的支付，通常以虚构的“服务”或者“运输”费用的形式出现。在伊拉克方面，几乎所有的资金都流入了政府，尽管为这个贪污腐败案提供便利的各色联合国官员也得到了巨大的好处——而且他们也对调查过程进行了全力的阻挠。委员会对科菲·安南的儿子表示了极大的不满，因为他隐瞒了自己是一家重要的检验承包公司雇员的身份，而且对于调查极不配合。尽管科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

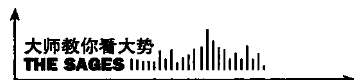
菲·安南自己声称调查报告已经证明了自己的“清白”，但其实委员会的结论只是“没有足够的证据”将老安南与他的儿子的涉案联系起来，或者说是无法驳倒他的儿子声称父亲对他的所作所为一无所知的说法。

独立调查委员会也对石油换食品计划的管理及最终的结果提供了大量的补充报告。联合国的管理失当是骇人听闻的，而且，委员会还不厌其烦地提出了一长串的改革建议，而其实他们早已知晓外部的人很多年以来一直都在提类似的建议。好消息是计划的实际效果尽管毫无疑问，远没有当初想象的好，但是仍然是相当正面的。在一系列有关健康和生活质量的问题上，伊拉克人民显然通过这个项目得到了很大的改善。通过对儿童营养不良和发育迟缓的检测，对流行病，比如霍乱和痢疾的监控，以及对基本药物的普及的调查，结果发现这些方面都得到了巨大的改善，在某些情况下甚至达到1991年的水平。总体说来，某些调查结果之所以无法令人满意，是因为委员会以人们能够想见的公平和全面，执行了一个扭曲的任务。

沃尔克的第三个引人注目的独立委员会主席职务是对世界银行内部反腐败机制进行检查并提出建议，这是时任世界银行行长的保罗·沃尔福威茨（Paul Wolfowitz）发起的减少现场项目融资腐败努力的一个部分。委员会的工作由于还未完成就遇到了沃尔福威茨的辞职而被复杂化了。沃尔福威茨很不受员工的欢迎，他辞职的部分原因是他遭到了指控——偏袒他的情人，而她也是他的手下之一。调查委员会在世界银行内部似乎也像沃尔福威茨一样不受欢迎。

这项工作是一件吃力不讨好的事情，但是非常重要。世界银行的年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



度开发支出在240亿~250亿美元之间，差不多是全球开发支出的四分之一。前GE公司副总裁兼总法律顾问本·海涅曼（Ben Heineman）也在委员会中任职。他告诉我说，沃尔克非常严肃，也非常认真地对待这项任务。海涅曼说，沃尔克“对必要的程序异乎寻常地关注”，“非常小心翼翼，以一种很恰当的方式行事，相当具有政治家风度，在领导委员会成员及工作人员工作的过程中非常亲切友善”。委员会狭义的职权范围是开展内部反腐败工作。在对最终报告进行的长达7页的介绍中，他们提出了有关新的愿景的建议。海涅曼说：“基本上，这是沃尔克亲自完成的，而且他为此非常自豪。”

就算在他不再担任各种调查委员会主席的时候，沃尔克也有大量的工作。他是“三十人小组”（Group of Thirty）的主席，这是一个由世界上顶尖的金融专家和经济学家组成的咨询机构，而且是“三边委员会”（Trilateral Commission）的创始成员；他还担任着好多家公司的董事；他是一位广受欢迎的演讲者；他还拥有好几份业余的学术工作。最近，他引人注目地参与了新总统巴拉克·奥巴马的选战和组阁工作。

支持变革

一直在观察沃尔克的人都知道，他对他作为美联储主席的继任者艾伦·格林斯潘所采取的放任自流的态度是非常不认同的。但是作为一名老派人士，一个退回到认为批评继任者是一种不端行为的时代的人，他一直保持着沉默。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济持续着不同寻常的强势进入20世纪90年代这个“大稳健时期”——人们经常这样说——而鲍勃·伍德沃德（Bob Woodward）曾经戏谑地说，格林斯潘达到了最高领袖，或者说大师的地位。对于格林斯潘的崇拜者以及格林斯潘自己来说，经济方面显而易见的良好表现是对他反对监管的狂热行为的最后肯定，这种情况达到了登峰造极的程度。透过经济理论的视角对经济进行观察所得出的结论是，格林斯潘非常遗憾地错失了把握2004年前后形成的风雨欲来的局势的有利时机，只能直面后来狂风暴雨的袭击。至少，格林斯潘还能够很有风度地向国会的一个委员会承认错误。（“我们当中那些监察贷款机构自身利益、保护股东权益的人，也包括我自己在内，都处于一种惊慌失措的迷茫之中。”）他的那些仍然在华尔街呼风唤雨的助手中，能够有类似的认错态度的人很少。

沃尔克最终在2008年4月打破了沉默，他在纽约经济俱乐部发表了措辞激烈的讲话。他的这篇讲话值得我们长篇引用。他以上一次在该俱乐部的讲话中讲过的20世纪70年代中期发生在纽约金融城的金融危机作为开篇。他继续说道：

> 在纽约危机出现之前，我们的国家已经在超过40年之久的时间里没有了任何金融危机的概念。相反，今天的金融危机达到了高潮，我数了一下，在过去的25年中至少有5次严重的系统性的失灵，也就是平均每5年有一次。这已经足够让我们警醒，肯定有某些基础性的东西出错了……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们很难否认新的体系总体上给经济带来了异乎寻常的好处。在过去的25年间，经济的增长和生产力的提高足以与20世纪50年代和60年代相媲美，但是在早年的那些情况下，分享繁荣的范围更为广泛……

简单说一下，辉煌的新金融体系——对于所有的那些天才的参与者，对于所有的那些丰厚的回报来说——在市场的测试中已经失败了……

以过度借贷为标志的自我强化过程之后出现的典型的金融危机，在应对基础性的经济失衡的过程中得到了进一步的发展……美国总体上来说（已经变得）沉迷于以超出其生产能力的水平进行消费。其结果是个人储蓄实质性的消失、进口的快速增长以及巨额的贸易赤字……

但是，最后……没有任何的金融手段可以长期支撑这种不可持续的方式。拐点出现了……过多的次级抵押贷款浮出了水面，对金融价值的怀疑四处弥漫，而且调整——痛苦但是必需的调整——被强加在经济之上……

（而且他总结道：）

我们不要忽视任何的希望——所有的这些波动中可能出现的正面的结果。可能肯定，市场的过度行为已经受到了惩罚——在金钱和声望所遭受的巨大损失方面。过分杠杆化的短暂的快感已经被暴露在光天化日之下。在经济环境中各种力量的作用之下，这个国家的支出和消费被带回到了与生产能力相匹配的条件之下。监管改革

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的要求得到了广泛的认同。

在沃尔克讲话结束的时候，前黑石集团主席彼得·彼得森（Peter Peterson）向他提问，问他是否真的做出了“对巴拉克·奥巴马竞选总统强有力的表态支持……（尽管）他在参议院获得了大多数自由主义者的投票支持”。

沃尔克回答说，他没有研究过奥巴马的选票记录情况，但是：

> 我所得到的是某种程度的强烈的感觉，而且我不喜欢这个国家目前已经持续了不短时间的走向，这表现在很多的方面。经济或许是其中的组成部分，但是这只是这个国家累积下来的问题的一小部分。我可以给您指出很多错误中的一点点症状。
>
> 人们已经连续多年对美国人进行民意调查。他们每次都会问到同样的这些问题中的一个。你是否相信你们的政府在大多数时候都能做正确的事情？这不是一次非常困难的拷问……20 年或者 30 年前，肯定的回答占 70%。现在，肯定的回答占 25% ~30%。我想，这应该能够向您说明些问题了。

接下来，沃尔克于 11 月在伦敦的一次研讨会上发表了措辞更加激烈的评论，而且在纽约 2009 年 2 月的研讨会上又老调重弹。“我们正处于一次大规模的经济危机的中间阶段，”他说，“我们将会在今后很长的一段时间内不断地听到这样的说法。”而且他对那些认为加强对银行、对冲基金以及其他市场参与者的监管会扼杀“创新”的说法也是满脸的不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

屑。在过去的20年或者30年间人们真正关心的唯一的创新，他说，是“自动提款机”。

在2009年1月，由沃尔克领导的“三十人小组”发表了一份有关金融监管改革的非常广泛而详尽的建议。新的框架的目标是达到更加广泛的覆盖，而且关注那些系统性的主要组织，而不论它们属于什么样的类型。他们同时还提出大量对更高的透明度、更强的跨机构连贯性、更完善的危机干预以及改进后的稳定性管理工具的详细建议。

读着这些建议，让我感觉吃惊的是，几乎所有的这些建议基本上都不用通过立法程序就可以直接付诸实施，当然不包括其中解决司法问题的那部分。当我就此询问沃尔克的时候，他同意我的看法。而这就是沃尔克之所以是沃尔克的原因。他这样的人见识广博，但是又具有务实、谦恭、按常识而不是教条行事的品质。这就是沃尔克，我们应该因此而对他倍加珍惜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

经济、市场与现实

The Sages
Warren Buffett,
George Soros,
Paul Volcker,
and
the Maelstrom of Markets

危机的根源
有毒的信贷
更深的裂痕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在引言里，我引用了经济预测界那些最知名的专家对 2008 年总体经济的错误预测。长期以来，我得出的印象是宏观经济预测几乎没有任何的用处。作为验证，我拿来了白宫经济顾问委员会最近 10 年的经济预测。这个委员会由顶级的，通常都是诺贝尔奖水平的经济学家组成，而且尽管他们的预测会有些政治色彩，但是他们很少会太多地偏离他们的专业意见。我从 1997 年的报告入手，这份报告在当年的年初发布，当时网络繁荣正是如火如荼。委员会认为经济最高的可持续真实增长率是 2.5%，对 1997 年增长率的预期仅是 2%。然而，实际的结果是惊人的 4.5%。在他们发布于 1998 年年初的下一份报告中，委员会适时地记录下了他们对 1997 年的经济如此辉煌的惊诧，但是依然坚持缓慢增长的预期，对新的一年的预测调整为 2%。但是，1998 年的结果再次超出了他们预测的两倍。他们谨慎地调高了 1999 年的预测，但是还是犯了过度保守的错误。最后，在 2000 年，他们承认了在国民生产力方面发生的根本性转变，极大地提高了他们对近期和中期的展望——正好又遇到了 2001 ~2002 年的网络泡沫破灭所引发的衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

委员会在小布什时代的预测记录也没有什么改善。他们对2002年和2003年的增长预期出现了严重的过度乐观，而且在2004年经济一进入全面增长的状态，他们就信心满满地预期长期的高速增长已经打下了基础。2008年的报告预期该年度的上半年经济将减速但是保持正增长，因为投资将从住房市场转移，不过下半年及下一年总体上将出现很乐观的复苏。他们对2009年和2010年的看法是可靠的3%的实际增长率，而且会出现低通胀高就业。

换句话说，他们没有任何的新线索。美联储主席本·伯南克（Ben Bernanke）这位优秀的经济学家也同样没有头绪，他于2007年2月在国会听证会上描述过《纽约时报》所称的"金发女孩经济"——既不太热也不太冷。他告诉他们，住房市场的衰落已经稳定，而且不会蔓延到经济的其他方面。而伯南克就坐在与世界上其他任何地方出现的一样多的经济和金融数据的交点上。

在最后的这一章中，我想就为什么巴菲特、索罗斯和沃尔克都能够从很远的地方就看到这些危机，而专业的预测者则一而再，再而三地错误百出这个问题提出点看法。我认为，这个问题的答案就藏在经济本身的规律之中。

如果我们像天气预报员或者股票高手那样来看待经济，那么明白经济出了什么问题就不一定有什么太重要的意义。如果天气预报员说今天有雨，你可以带把伞，但是对于几天以后的预报，我们中的大多数人都不会十分重视。我们收看吉姆·克拉默（Jim Cramer）[①] 那些搞笑的节目

① CNBC电视台的知名股评人。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多半是为了他的娱乐价值，很少有严肃的投资者会注意他真正的建议。

但是经济学界的意见是受到了非常严肃的关注的。公司参照它们自己的经济学家的预测建立支出和投资计划，而政府则将专家的意见当做指导范围日益广泛的公共政策问题的依据。经济学界在制订奥巴马政府的保健计划的过程中扮演着重要的角色，而且他们为经济刺激计划和金融救市方案的讨论建立框架。

我在这里想说的不是经济学家如此众多的缺点和错误，而是认识到专家的局限性的重要性，以及这种局限性所存在的危险性。在最近的记忆里，广义上的宏观经济的两个主导学派——新凯恩斯主义和芝加哥学派——每个学派都催生出了一些带来毁灭性经济后果的公共政策。20 世纪 70 年代的大通胀使 60 年代盛极一时的新凯恩斯经济管理理论名誉扫地。而当芝加哥学派声名显赫时，它将那些华而不实的金融工程和反对监管的狂热推到了几乎摧毁整个西方金融体系的地步。

这是一种什么样的教义，居然能够造成如此大的破坏？

危机的根源

现代的数理经济学是 19 世纪末 20 世纪初的产物。这正是物理学取得了最新成果的时候，似乎所有人都相信可以将所有人类活动纳入“科学”的管控之下。卡尔·皮尔逊（Karl Pearson），一位凯恩斯在剑桥时的年岁稍长的同事（也是一名险恶的优生学家），是这个学说的开创者之一，他声称，“科学的疆界是无限的……每一组自然现象，每一段社会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生活，过去和现在发展的每一个阶段都是为科学提供的原料”——因为“*所有科学的统一只包含在其方法中，而不是包含在其原料中*”（斜体为皮尔逊所强调的部分）。

在所有的社会科学学科中，经济学是最接近反映物理学的学科。在李嘉图理想化的玉米拍卖中，对价格的修正来自于不计其数的原子式的市场参与者遵从合理的自我利益的简单准则而产生的统计学上的相互作用。这看上去就像是詹姆斯·克拉克·麦克斯韦（James Clerk Maxwell）描述的气体：这些错综复杂随机分布的数不胜数的自由碰撞分子的舞蹈竟然是由几个简单不变的规律所编排。阿尔弗雷德·马歇尔（Alfred Marshall）在大萧条前大多数时间被看成是基础性的经济学教科书的《经济学原理》（*Principles of Economics*）中提出，微分学——作为牛顿定律基础的平滑、连续曲线的数学——是“放之四海而皆准的形式”，甚至对于像社会学和生物学，特别是经济学这样的学科都是符合的。

并不是所有人都接受这种说法。某些知名的经济学家指出，事实上，价格通常并不遵循模型中的曲线——它们可能是“很难对付的”，而且它们的波动是跳跃式的，并不是以牛顿所见的苹果掉落那种持续渐变的增速。然而，美国的学术界对此充满热情地大肆推广，甚至超出了经济的领域。约翰·杜威（John Dewey）① 梦想着有这么一天，学校可以“在心理学的基础上进行管理，就像那些伟大的工厂在化学和物理学的基础

① 美国哲学家、心理学家、教育家。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上进行管理一样”。

尽管凯恩斯是一位优秀的数学家，他还是成为了少数几位坚定地对经济学的科学假设充满怀疑的怀疑者之一：

数学物理（以及其在社会和经济研究中的应用）作为一门科学或研究并没有实现其早期的承诺……原子假设在物理学领域取得了辉煌的成就，但是在心理学领域却失灵了。我们到处都碰到了有机统一、离散分布、不连续的问题——总体并不等于各部分之和，数量的对比让我们失望，些微的变化产生巨大的影响，统一的同质化的连续统假设没有得到满足。

凯恩斯的传记作者罗伯特·斯基德尔斯基（Robert Skidelsky）认为，凯恩斯返回到了过去数学还没有出现的“政治经济”时代，就像米尔（Mill）和休谟（Hume），以一个有机体的形式来理解社会以及其商业和交换体系，采用了很多无法用模型来进行解释的假设和实践。而且他明白，尽管基本的物理公式不会改变，但那些经济学公式有时候会变得令人难以捉摸。凯恩斯在一次批驳长期经济预测价值的论述中提出了他著名的论断：“从长期来看，我们全都死了。”他认为，经济学基本关系的变动就与使无限延长的计划变得高度不可信的情况类似。他对为了经济学家所承诺的远期的利益而在当下做出悲壮的牺牲的要求更是极端怀疑。

凯恩斯也不相信大规模的数学模型。1938 年，他参与了与简·丁伯根（Jan Tinbergen）的一场论战，后者是一位荷兰的数学家，建立了荷兰贸易流的模型，而且随后建立起了第一个综合的全国性的宏观经济模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

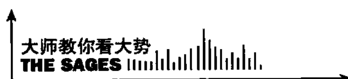
型，这个模型最初是为荷兰而建。凯恩斯的话非常尖刻：

> 你敢说存在这些公式下一次能够基本上吻合的情况吗？……你总可以编造出一个基本符合过去事实中某个有限范围的公式。但是这能够证明什么呢？这能给与未来有关的期望和信心留下多少空间？至于非数字的因素，比如创新、政治、劳工问题、战争、地震、金融危机，它们又有多大的空间？

凯恩斯最著名的著作《就业、利息和货币通论》（*The General Theory of Employment, Interest, and Money*）尽可能地避免采用数学工具。然而，当约翰·希克斯（John Hicks）在英国，而阿尔文·汉森（Alvin Hansen）在美国为这本书的主要论点开发出了数学化的模型后，它在学术界获得了广泛的接受。新古典经济学家认为工资、产量和需求都是自我均衡的，其暂时性的失调会被利率修正。凯恩斯的偏离是证明了经济可以以低于最适当的需求和就业的水平来达到多个稳定的均衡点。因此，政府对需求的暂时的刺激是走出衰退的一种潜在的方法。希克斯的工作极大推动了凯恩斯的书在整个学术界广为流传。凯恩斯对此的反应仍然很冷静，对紧随其后的他的著作的影响快速传播也基本无动于衷。

第二次世界大战后高速计算机的广为推广将根据新凯恩斯主义宏观经济模型建造的企业推入了高速发展的快车道。特别是美国的学术界，给人留下了生硬的经济工具的机械印象：拉动这个拉杆，投资上升，转动这个飞轮，消费增加——所有这些部件都平滑地啮合成了一个不锈钢的机心。1960 年的大选，以及约翰·肯尼迪的哈佛故交把一批经济学家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



领进白宫，这些人对他们的新的政策工具是信心满满。正是基于政府对“机械之神”的信心，促使肯尼迪在1962年狂热地做出了没有任何先见之明的声明，称没有任何意识形态方面的问题需要解决；国家所面临的只是“技术问题……行政问题”。

新凯恩斯主义因在20世纪70年代应对通货膨胀时束手无策而黯然失色，导致了与芝加哥学派相关的新古典经济学的复苏，在“新古典主义”的大旗下出现了众多的新理论。在新古典主义和芝加哥商业研究生院的“有效市场”金融理论家之间有着紧密的联系。这个商业学院是尤金·法马（Eugene Fama）、默顿·米勒（Merton Miller）和迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）以及其他人的大本营，他们在现代组合理论和衍生产品的数学计算方面做了大量的基础性的工作。到了21世纪，有思想的学术人士占领了绝大多数美国的金融和经济学院，以及所有的华尔街公司。

但是随着新理论横扫世界，产生于20世纪初叶的反对声音仍然在持续。金融市场，至少在困难时期，并不遵循模型的那些平滑曲线。

1987年股票市场的崩溃提供了一个很好的范例。在普遍认为市场将出现泡沫式上涨的氛围中，来自斯坦福大学的专家开发了“投资组合保险”。投资组合经理为他的投资组合设定他期望的底价，如果价格开始逼近这个底价，计算机就在芝加哥市场上卖出股票期货。如果投资组合价格跌至低于底价，期货市场上的收益将抵消股票的损失。市场出现牛市增长——很可能是因为有如此众多的投资者都买了保险——但是最终市场下挫还是来临了，并且跌到了计算机按照运算法则坚决“卖出”的那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

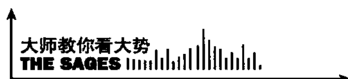
个点。但是对方的买家并不是计算机，不会用数学的方法冷静地计算出合适的价格。这时只有作为交易者的人类，与大多数贸易人士面对销售的狂潮时的情况一样，受到惊吓，也开始抛出。这时不仅没有平滑、持续、可微分的价格曲线，反而出现了大段大段根本没有价格的区间。“黑色星期一”的23%的市场下挫是历史上的单日最大市场跌幅。

在最近的信贷崩溃中，人们可以提出这样一个看法，金融模型的实践确实帮助造成了杠杆的极端情况，这些东西已经崩溃成为我们周围的瓦砾。

请允许我先卖个关子。大多数新古典宏观经济模型根子上的市场概念是所谓的“阿罗－德布鲁（Arrow-Debreu）经济”。这是一种芝加哥学派梦寐以求的没有任何摩擦的十分纯粹的经济。但是其特别的特征是所有市场都是“完美的”，即任何的资产或者风险头寸都可以无缝地转换成未定权益，也就是一种金融衍生物。直观的想法是如果存在合理定价覆盖了每一种风险的衍生产品，那么所有的风险都将转移到那些最急切，也最有能力持有它们的人手上。整个体系因此也变得更为稳定，而且也更有弹性。美联储内部的那些保守的经济学家认同这样的解释——他们确实相信21世纪剧增的金融衍生产品降低了风险程度！艾伦·格林斯潘多次说过类似的话。这种信念使他们忽视了大规模杠杆作用的累积以及没有任何人弄得明白的金融产品的激增。

从根本上说，信贷危机与没有节制的贪婪、欺骗以及彻头彻尾的欺诈有关。这样的例子可以信手拈来。但是我们也都知道，赚取巨额财富的机会会让那些通常情况下温文尔雅的人都不惜践踏珍惜荣誉与美德的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



传统观念。更为尖刻的问题是如果没有非常聪明的人，比如本·伯南克的关注，贪欲怎么能增长到如此的规模？答案似乎是他们透过一系列非常特别的眼镜来看待这个世界。想法更现实的人，比如巴菲特、索罗斯和沃尔克，以及很多很多其他的人，能够早在2003年和2004年就看到横在前面的险滩，而且甚至看得更远。但是透过这种镜片来自于主流的经济和金融学派的魔力眼镜，市场表面上成为了他们的天堂，所有一切都在整个可能的极乐世界中追求极致。

有毒的信贷

对已经出现的错误的程度及其发生的速度进行简单的回顾是值得的。目前这场危机的独特之处在于这是一场资产负债表的危机，信贷过度的危机，其产生于金融系统内部。这就是这场危机会这么严重的原因之一。信贷是市场呼吸所依赖的空气。有毒的信贷感染了所有的资产类别，而美国的市场又是如此巨大，以至于感染已经传播到了整个世界。经济学界没有能够发现它的到来，甚至在经济已经出现疯狂的失衡的时候也都对此视而不见。

其实存在着很多的出错的证据。公司利润在21世纪出现了强劲的增长。从1960年到2007年，税后的公司利润平均达到国民收入的6.5%。从2004年到2007年的4年中，这一比率平均达到10.8%，2006年和2007年更是高达11.8%。但是，尽管利润增长强劲，公司投资却出现比率上的下降，所以公司自由现金流迅猛增长。国会合情合理地变更了税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则，鼓励对股东进行现金分配。标准普尔500指数包含的公司从2004年第四季度到2007年年底，取得了2.1万亿美元的净收入。它们将这些收益以红利或者是股票回购的方式返回给了股东。股东分配额大约超出了资本投资的三分之一。

那些巨额的自由现金大多流入机构和有钱的投资人手里，基本上都投到了金融工具上。资金流入股票和债券市场的浪潮推高了资产的价格，造成了收益的急剧下降。处于下降中的收益又鼓励了类似那些出现在最大的银行里的杠杆交易资产大量累积的危险行为，以及对从消费者债务中能够获得的更高收益的偏好。美联储在制止资产膨胀方面无所作为；事实上，它通过长时间保持过度的低利率极大地鼓励了这种情况的出现。金融行业很快成为经济最主要的引擎，到2007年，占了所有公司利润的40%。

令人不可思议的是，类似的事情在20世纪20年代曾经发生过。公司现金流的增长快于投资或者工资的增长，而超额的部分流入了众多的金融工具之中。创新的消费者贷款大量涌现，既通过住房按揭，也通过分期付款消费借贷的形式，包括部分类似的金融工具，像只管收利息的按揭，这种情况使很多像美国国家金融服务公司（Countrywide）这样的银行遭遇了如此严重的麻烦。而当银行开始担忧它们岌岌可危的贷款的时候，它们把这些贷款进行了包装——或者说将其“证券化”——使其成为高度杠杆化的“投资信托”，在股票市场上买卖。这种情况具有类似的性质。

在我们今天的情况下，金融的洪水迫使美国消费者花费了GDP的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

72%，这是有史以来最高的比例，也是全世界绝无仅有的，而与此同时，个人储蓄率下降到了实际上的0。很快，美国人在华尔街很善于进行融资的商品上变得投资过度——更大的房子、SUV、来自亚洲的电子玩具。由此催生的繁荣相继而来——在新开张的卖场里，在银行家喜欢的明亮的新办公大楼以及豪华酒店和餐馆里，也在踏着这波浪潮而来的高度杠杆化的公司收购里，比如连锁酒店、零售业、赌场、家具商店以及住房建筑业。当再也找不到好的资产可当做借款抵押，以及有信用的借款人越来越少的时候，金融业还在继续放贷，发明"零"抵押（"无收入、无工作也无资产"）贷款、"无责任"公司收购贷款（如果你不能付款，贷款人也不能起诉你）等诸如此类匪夷所思的手段。在21世纪初叶，美国人花费了他们产出的105%，超额的大部分出现在家庭的账户上。

换句话说，经济已经完全紊乱了。为什么经济学家看不见？当然，他们看到了，但是由于他们的模型认为市场总是正确的，他们构建了新的理论来解释为什么市场会以这种情况表现。

最受欢迎的说法是"全球储蓄过剩"，这不是由别人，而正是由本·伯南克自己在2005年用有些夸张的语调宣布。这种说法的内容是高企的美国国际债务和贸易逆差是由"过度的全球储蓄"所引发，特别是在那些新兴市场，比如中国。事实根本不是这样。充其量，全球的储蓄在21世纪初叶的时候只是持平的。它们存放的地点改变了，因为美国人花光了自己的存款购买消费品和石油。是美国的信贷狂欢成了构建新兴市场贸易顺差的渠道，这个过程还得到了几乎完全失常的抵押和信用卡借款的帮助。（从2000年到2007年，美国人从他们的住房上以权益抵押

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

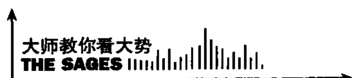
的方式提取了4.2万亿美元；这相当于同期个人可支配毛收入的6.1%。在同一时期内，美国的商品和服务贸易逆差是4.5万亿美元。这不是一个巧合。）

没有现代统计学的帮助，甚至也没有任何的宏观经济模型可以依靠，但是尼古拉斯·比德尔（Nicholas Biddle）、沃尔特·巴格霍特（Walter Bagehot）或者其他19世纪中央银行的具体领导者应该都知道在他们的经济出现我们今天所面临的泡沫的情况下应该怎么做。调低利率，让增长减速，不让贸易失衡的情况变得如此严重，严控政府借款，这些都是常识性的问题。

但是美国的监管者没有采取类似的行动。当然，对生长中的资产泡沫踩下刹车可能使发展的速度降低，而且很可能造成衰退——但是格林斯潘已经在避免衰退方面被神化了。而且华尔街可能会惊呼这是血腥的谋杀。所以他们坐视不管。而且，一旦循环被锁定，它就开始自我放大，因为像中国这样的国家在保持其运行中占了相当大的比重。但是，根本性的因果关系是从美国蔓延到整个世界，而不是相反的情况。像“全球储蓄过剩”这样的论调是一种过度乐观的理性的表现形式：一切都受更大的市场力量的驱使，监管者的控制对此束手无策。但是用不着担心，这只是有效市场重新寻找平衡的良性过程的组成部分。在现实中，这些理论只是谨慎的托词，是对为什么管理当局对华尔街横扫世界的做法袖手旁观、放任自流的理论解释。

经济学家做了大量的有意义的工作，比如说追踪贸易流，或者尽力寻找货币重新估值后果的蛛丝马迹。但是，这个领域还远非成熟，无法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



囊括整个经济运行的方方面面，或者，根据记录，甚至也无法对大的趋势做出准确的预测。(而且，如果经济的微观变量相互间的关系像凯恩斯所怀疑的那样永远处于变化之中，那么对所有的经济问题，我们将永远无法进行可靠的预测。)

经济学不是像物理学那样的科学。其表现方式从根本上说是类比和隐喻的。其数据是粗略且易出错的，而且其经济交互作用的模型与现实世界的实际情况只有些微的关系。经济学的理论工具——其“法则”——大多数都是想象的产物，很少能够得到精确的证明。另外，它们的内容和结构来自于推理的情况几乎与来自于观察的一样多。这也就是那些知识渊博的经济学家面对一个问题时总是能够左右逢源的原因之一——非常像18世纪的医生嗅病人的尿液，然后确认黑胆汁还是黄胆汁是病源的情况。

更深的裂痕

现代经济和金融的特征，特别是新古典主义或者新古典主义变种的特征，是其视野的狭隘。布鲁斯·斯科特（Bruce Scott）是哈佛商学院的教授，从某种程度上说，他被他的同事们排斥，因为他坚持教授资本主义不只是商业和金融市场。他坚持认为资本主义是一种统治体制。它具有典型的三层结构，而商学院只讲了其中之一。他喜欢把美国资本主义的三层结构与美国国家橄榄球联盟的结构进行比较。

美国国家橄榄球联盟的三层结构包括政治/统治层，即联盟办公室，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

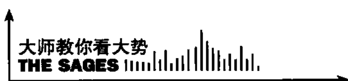
机构层（或者球队），以及联赛本身。联盟办公室制定竞赛的规则，接纳合格的球队，规范许可的技术和程序（如不允许出现头盔的碰撞）。目前，联盟的领导人具有强烈的社会倾向，制定薪资封顶限额以及各队之间的收益分享规则。联盟的机构层面（球队）具有巨大的立法权力，对规则变化或者吸收新的球队进行投票。它同时也提供体育场馆以及其他实体的基础设施以便比赛能够举行。联赛本身是一个充满竞争的竞技场，尽管有完备的规则来确保比赛能够连续进行，而且结果公平。

这与资本主义的统治体系的可比性是显而易见的。政治机构——行政机构、立法机构、法院和监管机构——建立并强制实施游戏的规则，同时规范选手可以使用的技术和必须具有的资格。机构层面包括股票交易所、电子转账系统和更多的方面，这些形成了资本主义交易体系的基础设施。而运动员是公司、交易者以及企业家。

斯科特指出，每一层都具有企业家精神，尽力去扩展其行动的范围和自由度。在美国国家橄榄球联盟，防守后卫抱怨对四分卫的严密保护，而拥有最好的外线接球手的球队则会游说针对推挡制定更为严厉的规则。资本主义的那些万能大师希望对贸易、财务杠杆、反托拉斯限制的约束越少越好。基础和政治层面希望将对冲基金纳入监管的范围之内。而后果是，对冲基金反诉，你们能卖出去的票少，得到的收入也受影响。

然而，斯科特指出了很重要的一点，政治层有更深层次的目的。资本主义如果被看成是统治体系，具有一定的历史——在西方世界，存在几百年的肆意掠夺现象普遍，而只有军阀才能胜利的历史。所以，规则演化了——或多或少地——去抑制那种暴富、极端和肆无忌惮的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



防止出现胜者拿走一切的后果。防止个人涉及潜在的系统性后果的风险。确保失败者不至于饥寒交迫。我们目前主流的经济和金融模型没有采纳这些意义深远的考虑中的任何一个。“阿罗－德布鲁经济”的模式不需要任何形式的政府；它自己能够前进。与美国国家橄榄球联盟的情况类似，在过去的10年间，资本主义将游戏完全变成了玩家随心所欲的情况，而出现的是人们所能想得到的血腥和丑陋的场景。

关于斯科特的典型范例，让人们觉得吃惊的一点是大多数人——我试图找出一个具体的数字——发现它令人惊异地真实，而且对它稍做思考后，它完全是显而易见的。关于其明显的真实性，我认为是因为这是某种情况下的倒退。曾经有这么一段时间，人们在谈论并考虑政府，或者说资本主义体系存在的目的。这个话题曾经极大地影响了以凯恩斯为代表的一代人，但是在刚过去的25年或者更长一点的时间里，它似乎很少引起人们的兴趣。

这又让我们把话题转回到了索罗斯、巴菲特和沃尔克。他们都以一种有机的方式进行思考。沃尔克的职业生涯跨越了所有的三个层面，但是主要还是在统治和基础结构层面。索罗斯的投资风格，正如我们已经看到的，精确地瞄准社会上将要发生的事情，而不仅是它的市场。巴菲特谈到过“出生决定命运”。“相信我，那些说‘我自己做了所有的事情’，并且把自己想成是霍雷肖·阿尔杰的人，他们在美国比在孟加拉要赔得更惨。这就是出生决定命运。”

人们可以想象，这三人开阔的视野是他们在过去半个世纪经过了很多市场的许多次危机的许多阶段，还能够成功脱身并取得巨大成功的原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因的重要组成部分。三人全都是睿智的人，全都对自己不知道的问题表现得很谦恭，他们中没有谁抬着一个权威的放之四海而皆准的“模型”，也没有人坚持“只有货币”或者“只有需求”是经济发展实际的驱动力的理论。他们的航行反而是依赖于他们丰富的经验、历史感以及他们的常识。

目前的这场全球性的经济危机已经使几乎所有的金融业的领军人物、大多数国家的监管者以及学术界的大腕儿们颜面尽失。但是，这三位圣贤站的高度却是前所未有的。教训已经摆在那里，人们希望，这个世界能够学到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

这本书对我来说很不寻常，因为从开始到杀青都是与出版方合作的一个项目。特别感谢彼得·奥斯诺斯、苏珊·温伯格、林赛·琼斯以及梅利莎·雷蒙德。我很感激尼克·贾尔，他做了仔细的事实核查工作，也感谢南希·金，她做了大量的编辑工作。感谢下列几位在主要的要点上提供的帮助：索罗斯基金的迈克尔·瓦尚以及长期与沃尔克合作的拉里·马尔金。

一如往常，感谢我的代理人蒂姆·塞尔迪斯，他代表我已经超过30年了，而最应当感谢的当然是我的妻子，贝弗利，她容忍我的写作习惯甚至还不止30年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE SAGES

Warren Buffett, George Soros, Paul Volcker, and the Maelstrom of Markets

金融大师战胜市场的卓越智慧

巴菲特

◎ 对管理层和公司进行评估，收集处理大量信息，并迅速切入业务核心

◎ 不投资自己不了解的生意

◎ 关注公司的账面价值和净资产，从不玩弄市场

索罗斯

◎ 确信正常的市场状态是不均衡的

◎ 认为在某一段确定的时间内，市场是由规则支配，但那些规则在遇到困难的时候就会急剧瓦解

◎ 关注市场与监管机构之间的关系

沃尔克

◎ 在通胀中严格控制资金

◎ 在快速增长中选择适当的增长速度

◎ 不要相信华尔街




上架建议◎金融
ISBN 978-7-5086-1889-0
9 787508 618890 >

www.publish.citic.com
定价：26.00元